全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国人民银行副行长朱民亲笔作序推荐

下一轮全球金融

后“金融危机时代”必读书

[英]马丁·沃尔夫◎著 李耀 卢青◎译



全球金融体系为何变得不堪一击?
全球金融已经严重失衡，如何拯救濒临危急的金融世界?
中国庞大的外汇储备又将何去何从?
中国在世界金融中的角色又将如何扮演?

Fixing Global Finance



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$

Fixing

Global Finance

下一轮全球金融

¥

[英] 马丁·沃尔夫◎著 李耀 卢青◎译

$

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

下一轮全球金融／（英）沃尔夫著；李耀，卢青译．—北京：中信出版社，2009.11
书名原文：Fixing Global Finance
ISBN 978-7-5086-1728-2

I. 下…　II. ① 沃…　② 李…　③ 卢…　III. 国际金融－研究　IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 183547 号

Fixing Global Finance by Martin Wolf
Copyright © 2008 by Martin Wolf
This edition arranged with Felicity Bryan Ltd. through Andrew Nurnberg Associates International Limited
Simplified Chinese edition copyright © 2009 by China CITIC Press
ALL RIGHTS RESERVED.

下一轮全球金融
XIA YI LUN QUANQIU JINRONG

著　　者：[英] 马丁 · 沃尔夫
译　　者：李　耀　卢　青
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京通州皇家印刷厂
开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　印　张：16　　字　数：150 千字
版　　次：2009 年 12 月第 1 版　　印　次：2009 年 12 月第 1 次印刷
京权图字：01-2009-2795
书　　号：ISBN 978-7-5086-1728-2/ F · 1776
定　　价：32.00 元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http: //www.publish.citic.com
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

马丁·沃尔夫是当今国际金融评论和研究舞台非常活跃的一位经济学家。作为《金融时报》的首席经济学家和首席评论家，他每周都对全球经济金融的时局发表专栏文章，分析市场、评议政策、针砭时事。他的文章见解独到，观点明确，分析犀利，从来都是《金融时报》的亮点。他也是世界经济论坛、财富 500 强论坛等多种国际大型论坛的主持人和发言者。他的发言逻辑严谨、风趣生动，他从来都是深受听众欢迎的发言者。但是，在此我要特别强调他是一位经济学家。不仅因为他受过严谨的正规经济学训练，在世界银行任高级经济学家多年，也不仅因为他写的评论通常以经济学分析为框架，而是他在撰写专栏的同时，一直在孜孜不倦地用经济学的理论探讨正在变化的世界。比如，他在这次全球金融危机前就最早提出了“金融资本主义”的论点。

这次全球金融危机的成因，特别是和全球经济金融失衡的关系，是全球高度关注且高度敏感的一个问题。本书是一部及时而又严谨的研究这一问题的力作。综观全书，马丁·沃尔夫提出了不少值得认真思考和讨论的观点。比如本书着重探讨了两个争论：关于储蓄过剩和货币过剩的争论，马丁·沃尔夫试图通过对这两个争论的描述来解释金融危机和全球失衡的内在逻辑。第 2 章提出，所谓全球储蓄过剩即“世界其他地方储蓄大大超过投资，也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以说是世界与美国的分离。”正如作者所说，近年来“全球储蓄过剩数量已经达到除美国之外世界其他地方储蓄总额的1/6，其结果就是造成实际利率下降的趋势，这也导致美国必须承受巨额经常账户赤字。实际利率偏低的事实强烈地表明了美国的赤字并未流向投资领域。与世界其他地方紧缩开支的现象不同，美国借用大量外债进行消费”。所谓的货币过剩又有什么含义呢？作者认为它意味着“世界上的储蓄者都是被动的受害者，挥霍的美国人是失衡的代理人，而美联储则是一个并非英雄的主角。在这个世界上，美国央行是一系列泡沫的始作俑者，它扭曲资产价格，向全球的贸易伙伴强加了大量的多余货币，而这些伙伴们试图通过盯住汇率制度来寻求货币的稳定性……美元过多导致了低水平的名义和（由于非常低的通货膨胀期望而产生的）实际利率。这导致了消费者贷款的快速上升和家庭储蓄的急剧下降”。按照作者的推论，结果必然是“过度消费的洪水冲破了防线，造成大量的贸易赤字以及美元的相应外流。外流削弱了美元的力量。浮动货币被迫上升到不具竞争力的水平。但是盯住美元的货币由于其外汇干预还能够维持其低水平。这就导致了外汇储备的大量囤积，也导致了在冲销货币供应和通货膨胀所带来的一些影响过程中困难更多”。

我觉得马丁·沃尔夫的这个讨论是有意义的。储蓄过剩的讨论指出了全球化推动全球经济失衡的一个重要方面，而关于货币过剩的讨论又支持了全球失衡的另一个重要方面，即全球缺乏有规则约束的货币体系问题。可以看出这两个争论实际上是概括了全球范围内各方面对于当前危机起源和发展的一些讨论和分歧，是对所谓全球失衡现象根源的探究，有兴趣的读者可以按照本书提供的线索继续进行思考。

马丁·沃尔夫是我的老朋友。十多年前，我参加达沃斯世界经济论坛时，通常都参加第一天的第一节讨论“全球经济展望”的发言，而马丁·沃尔夫则是那一节讨论的经年主持人。后来《时代周刊》成为赞助商，马丁·沃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔夫转而主持年会最后一天的最后一节讨论“全球金融展望”，我也曾在那节发言。我和马丁·沃尔夫也曾多次在其他的国际论坛同台发言。十多年里，我和马丁·沃尔夫台上台下，咖啡厅正餐桌，有过不少激烈而又友善的交锋和交流。我很佩服马丁·沃尔夫坚实的经济学基础，广博的知识，睿智的视角，超快速的反应。每次和他讨论都有所启示。马丁·沃尔夫也代表《金融时报》多次采访我，瑞士的冬天，常常大雪纷飞，马丁·沃尔夫用他那超大号的俄罗斯皮帽保护着他那聪敏的大脑袋，而我则需要在寒冷中时刻准备回答他那惯常尖锐的问题，唯此，时时感到不公。

真是无巧不成书。本书译者之一李耀先生也是我十多年前的同事，其时，我间接参与中国银行的信托业务，李耀当时是我们信托公司的投资经理。他工作认真负责，多年工作在业务第一线，有丰富的关于中国直接投资和投资银行的经验。他也很好学，时时研究一些现实问题，也常常和我切磋探讨。信托投资业务和投资银行业务最终从商业银行中剥离出去了，李耀确实是个人才，我即推荐他去了世界银行下属的国际金融公司任职。一晃十多年过去了。其间因大家都忙，也并无交往，只是时不时地听以前的老同事说，李耀在国际金融公司一如以前，工作认真负责，勤勤恳恳，只是研究做得少了。不料，一封电邮，送来由李耀和卢青两位学者翻译的马丁·沃尔夫先生的这本著作的中文版，当然高兴。是为序。

朱　民

2009年8月1日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版自序

本书中的相关讨论开始于2005年到2006年年初，当时我正在约翰—霍普金斯大学高级国际研究院开设一系列的讲座，这些讲座奠定了本书的基本内容。从那以后世事巨变，这样说，实际上可能都还保守了一点。20世纪30年代以来最大的一场金融危机席卷全球，这场危机并非始于新兴市场国家，也不是少数发达国家导致的。这场危机源起于不只美国一个国家，而是源自国际经济核心地，它的后果严重：全球金融极度恐慌、全球投入应对风险的战斗、全球产出急剧下降、世界贸易大幅下滑、原已紧密结合的世界金融系统出现部分解体、持续的危机波严重威胁脆弱的全球主要经济体。甚至中国也在试图抵消由于贸易锐减而给其开放经济带来的负面影响。

这些戏剧性的事件肯定引发了读者不少疑问。首先，本书作者是否预见到了规模如此巨大的危机？其次，本书对于各种现象的分析还有用吗？再次，本书中的政策建议是否还适用？最后，这些分析对于中国的读者和政策制定者有什么用处？对于这些问题的回答依次是："否"；"是"，尽管这些分析可能被证明并不全面；"是"，尽管这些建议仍然欠缺深度；最后，这些结论对于中国的适用性甚至超过了我的估量。

我是否预见到了这次规模空前的危机？当然没有。回头看看这些令人吃惊的事件，我必须承认部分原因是缺乏想象力，而部分原因是理解失误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将只有几个令人不快的选择：继续保持其大量且不可持续的财政赤字；想办法劝说私人部门再次进行透支消费；或者尝试（这个看起来更可行）将前两者结合使用。但是如果其继续保持经常账户赤字，政客们肯定会将其引至保护主义的方向。这将使得这个国家从消费国转为生产国，从而减少可能导致贸易赤字的对外需求。为什么它会选择保护主义而非美元对于其他货币的贬值？答案非常明显：其他国家（包括中国）不允许美元对其货币的贬值，它们坚持美国应该维持美元的价值。作为世界货币的发行人，美国无法制定自己的汇率政策。因此，美国只能走向保护主义。

这也引出了我的第三个问题：本书的政策建议在多大程度上是有用的？我会回答“很大程度”。本轮金融危机对于全球金融体系的监管提出了严峻的挑战，对于如何处理全球国际收支平衡和货币体系问题也提出了挑战。本书中，我正确地指出了当前最需要的是一个保障系统，该系统使得新兴市场国家能够面对经常账户赤字，不必担心无法应对货币危机，或者为了自保而储存大量外汇。一个明显的需求就是增加国际货币基金组织（IMF）的资金并降低各国在发生全球性动荡时获得这些资金的门槛。2009 年 4 月伦敦 G20 峰会后，全世界向这个方向作了不少努力。不过，这只是一个小小的开端，世界的外汇储备在数量方面仍超过 IMF 所拥有的资金。更激进的方式可能就是将 IMF 的虚拟货币——特别提款权——直接分配给新兴市场国家。

这个方式会让新兴市场国家在面对经常账户赤字时仍然有安全感，能够平衡世界经济的供求关系。这也将促使资本流入那些能够有效利用这些资本的国家。回头看来，世界的储蓄盈余都被用于最富有国家修建根本不需要的房屋，这是非常荒谬的。如果这些资金被用于其他新兴市场国家的投资，则情况将会更好。改革国际货币体系以达到这个目标是当务之急。

也有人提出了更加雄心勃勃的建议：使用全新的世界货币取代美元，或者回归金本位。这两个建议都不现实。在可预见的未来，各国仍将维持其货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币，但是实行一些改革以使世界更加稳定是可行的。这是本书最后一章的内容，而现在看来这个问题比当初写作时更为重要。本书并未囊括所有应该采取的措施，而只包括了最关键的部分。

现在只剩下了第四个问题：这些分析对于中国的读者和政策制定者意味着什么？答案是：很多。实际上，如果缺乏对上述所有问题的透彻分析，中国很难理解其将在今后要面对的挑战。

可以理解的是，中国的政策制定者否定了其为本次金融危机负责的可能性。他们认为，只有借款人应该对未能合理使用借款而导致的失败负责。这是一个防御性的姿态，但并不是很务实的态度。实际上，放款人也应该关心其客户的信用等级。如果他们不关心的话，那么最后肯定有麻烦。向不能合理使用借款的人大量发放外币借款，这恰恰是目前在中国已经发生的。实际上，正是由于借款人无法合理使用这些借款而导致了全球金融危机的发生。这项政策被证明是个错误，本书对此有较大篇幅的讨论（见第 6 章）。诚然，积累外汇储备能给中国政府在采取经济刺激措施时提供一些保障。在这方面，这种自保措施是有效的，但是很难相信近 2 万亿美元的外汇储备仅仅是出于此种需要。

本次危机也使人们更清楚地认识到了中国所采取政策的含义。回顾发展的过程，我们看到中国过去的发展更多是一种幻象，即用实物换取了纸币，而当兑现这些纸币时它们却大大贬值。就如本书所论述的，“第二代布雷顿森林体系”的支持者推荐的出口导向型增长对于幅员辽阔同时又是美国的债权人的中国来说是不可持续的。韩国和日本可以遵循的政策对中国来说是不适用的。现在高收入国家的消费者失去了信用，问题就暴露出来了。

这意味着，不论是否愿意，中国需要改变其政策。中国对于这次危机的第一反应就是鼓励国内消费和投资，而长期来看，其需要的是一条更为平衡的发展之路，其被压抑的国内消费应该发挥更大的作用。巨额经常账户盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该逐步消失，从而促进全球的平衡发展，提高中国人民的生活水平。这需要实施国内改革，增加政府支出、个人可支配收入，促进个人消费。这些改革措施中的重要部分包括更高的银行存贷利率和资本利得税。长期目标是降低投资占 GDP 的比例，增加政府支出和个人消费所占比例，特别是贫困人口的消费。其他方法，例如再次增加已经非常庞大的投资，被证实是不能长期持续的，也被证明是一种浪费。

简言之，本书的分析与写作现在看来更具现实性和相关性。诚然，本书并未对 2007~2009 年金融和经济危机的前因后果进行全面分析，但是对这场金融危机的国际根源以及所采取对策的分析仍然具有很强的现实意义，特别是对中国而言。这场金融危机已经迫使中国在发展成为一个具有更大经常账户盈余和更加开放的经济体方面放慢了脚步。我们可以继续探讨许多政策是不是金融危机的诱因，但最重要的是必须修正当前的战略，现在就开始。

最后，我要感谢李耀和卢青两位学者能够不辞辛苦将本书译成中文。同时，我的老朋友朱民先生能够为本书的中文版亲自撰写序言，令我感到高兴。在此一并致谢。

马丁 · 沃尔夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

当今世界关于恐慌和狂热的文章已经太多了，比我们能够追随和想象出的要多得多。但有一件事情是肯定的：那就是在某一时段，一大群蠢人持有一大笔资金……经常地……这些手持巨款的人（我们称之为持有盲目资金的国家）野心勃勃；他们在寻找能够消化资金的人，从而出现“多血症”；如果他们找上了某人，那就会出现“投机”；如果有人消化了资金，那就会出现“恐慌”。[①]

——沃尔特 · 白芝浩

1967~1971 年间我在牛津大学基督圣体学院读本科，后来又在纳菲尔德学院读了研究生。在当时看来，金融危机时代卷土重来几乎是令人难以相信的。我父母已经被 20 世纪 30 年代的大萧条吓坏了。我的父亲是一名犹太剧作家，他一直在维也纳居住，直到 1937 年第三帝国[②] 劝说他前往英国。当时的经济危机太吓人了，其政治后果更加严重。20 世纪 30 年代早期，德国迅速上升的失业率迫使 1/4 的劳动力失去工作，也导致阿道夫 · 希特勒上台。西欧国家所有人“二战”后的反应都是“危机不会再来了”。在我的童年时代，

① 沃尔特 · 白芝浩（Walter Bagehot）：《论爱德华 · 吉本》（*Essay on Edward Gibbon*）。

② 第三帝国是 1933 年 1 月至 1945 年 5 月德国纳粹政权的正式名称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受控制的资本主义表现良好。

在50~60年代的“黄金岁月”，没有金融危机的侵袭，西欧和日本的经济熠熠发光。实际上，自30年代起，资本市场就被关在了笼子里，不论是在英国国内还是国际上都是如此。包括英国在内的大多数国家都对外汇交易实行严格控制，不仅对资本账户如此，经常账户也如此。在哈罗德·威尔逊的工党统治下的那段时期，甚至严禁携带超过50英镑的货币出境。政府不仅严格控制外汇交易，同时也牢牢掌控国内金融：按揭融资供应商是企业和家庭最主要的资金来源，他们的活动受到密切管制。甚至相对自由的美国也对利率设定了上限，而英国则直接控制信贷量的增长。根本没有人能够想象金融危机会回来。就像19世纪爆发的霍乱或17世纪爆发的大瘟疫被认为只具有历史意义一样。

过去的一切看起来的确像是发生在外国的故事。2006年出版的安德鲁·格林（Andrew Glyn）关于拯救资本主义和释放金融市场能量的书使我们感到那个世界距离我们仍然很遥远。[①]格林是一位来自基督圣体学院的经济学研究员，我在纳菲尔德学院读研究生时他教过我宏观经济学。他是左派人士，后来开始认识到资本主义危机，成功地帮助劳工阶层实现了工资的上涨速度超过生产发展速度，从而减少企业利润并且降低国内产品的毛利率。但是，他在书中也承认，自己没有预测到“降临在‘二战’后资本主义国家的经济危机，并没有导致社会主义取代资本主义，而是帮助西方自由市场经济国家实现复苏，甚至也出现在了以前的共产主义世界里”。反对社会主义的那些人大多会对这个结果感到非常吃惊，也更高兴。

震惊仍然在继续，正如格林在其书中直白地指出的：当下最核心的政治和经济问题不仅存在于他在书中关注的富裕国家里，而是存在于整个世界，

① 格林：《摆脱束缚的资本主义》（*Capitalism Unleashed*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我 2004 年出版的关于全球化的书中也有相同的论断。[①]

当我还是个学生时，这一切都很遥远。在国际经济学领域，旧时的对外汇危机的顾虑仍然占主导地位，这种顾虑主要是大量的贸易赤字以及官方外汇储备的短缺将迫使政府实行货币贬值。“二战”后的头 30 年内英镑处于周期性的疲软阶段。经过 3 年毫无成效的抵御之后，工党被迫于 1967 年对英镑实施贬值。

更重要的是，随着美国贸易赤字的增长，经济学家已经开始意识到“美元问题”，正如比利时经济学家罗伯特 · 特里芬（Robert Triffin）指出的：有必要创造全球流动性，而这种流动性已经威胁到了全球经济的关键货币。在我读本科时教授国际经济学的彼得 · 奥本海默（Peter Oppenheimer），后来在巴塞尔的国际清算银行任职，他也支持黄金涨价以提升全球流动性。这当然和实际发生的情况大相径庭：尽管金价飙升，大大超过每盎司 35 美元的价格，但是黄金也在去货币化。1971 年，尼克松总统实施一项重要的临时进口附加费制度，强迫美元贬值。该政策使得货币政策失去了稳定性并且迈出了 10 年通货膨胀的第一步。此类附加费可以成为当前形势的借鉴，因为美国目前也面临巨额贸易赤字。

20 世纪 70 年代放弃布雷顿森林体系，标志着全球经济新时代的来临，这也是世界最重要货币的汇率开始进入不稳定时代的开端。接踵而来的事件还有：两次石油危机和 20 世纪 70 年代的高通货膨胀及其引发的保罗 · 沃尔克在任美联储主席期间对于货币稳定性的重振；石油美元流向新兴市场经济的“循环”，以及随后公共部门在 80 年代发生的债务危机；邓小平自 1978 年开始在中国实行改革；玛格丽特 · 撒切尔领导的新保守党于 1979 年放松汇率控制以及对国有企业施行私有化；罗纳德 · 里根于 1980 年当选为总统；

① 沃尔夫：《全球化为什么可行》（*Why Globalization Works*），第 8 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年危机过后印度实行经济自由化；乌拉圭回合谈判结束，以及其后于 1996 年成立世界贸易组织。

这一切的发生都导致了新的以市场为导向的世界经济的产生，有时也被称为自工业革命以来的“第二次全球化”，以区别于发生在 19 世纪末叶和 20 世纪初叶的“第一次全球化”。那是一个既充满希望又让人失望的时代，芝加哥大学商学院的罗伯特 · 艾力伯（Robert Aliber）在编辑查尔斯 · 金德尔伯格的遗作时称之为金融狂热和恐慌的“最混乱十年”。[①]

经济学家在近几十年才理解金融市场的运作规律以及可能发生的偏差。金融理论的发展也开创了新型金融产品，即金融衍生产品的广阔市场。同时，各种事件也迫使经济学家不得不面对金融行业对于宏观经济的冲击。1987~1996 年，我任《金融时报》经济栏目主编以及首席经济评论员，坐在了世界经济的旁观席上。决策者们都在尽力理解当前发生的各种事件。到现在为止一些经济力量稍微变得明朗了一些，不过它们仍然令人非常沮丧。后来大家发现要想建立一张可以持续而稳定地向新兴市场经济输送资源的网络非常困难。此类行为的出现每次都伴随着严重的经济危机。我的结论就是，美国当前的经常账户赤字就是这种失败的结果。美国充斥着消费者和借款人，已经全球化的金融被证实是非常不稳定的。

这正是我在《金融时报》的专栏中讲述的故事，但是需要展开论述。我在关于全球化的书中对于新兴市场经济体的金融状况进行了讨论，我对它们目前的发展感到非常高兴。不过即使在我当时的写作过程中，我也发现需要进行深一步的探索。所以我需要感谢法兰西斯 · 福山在 2006 年春邀请我到约翰—霍普金斯大学高级国际研究院的伯纳德 · 施瓦茨（Bernard Schwartz）论坛进行了 3 次演讲。对于伯纳德 · 施瓦茨的慷慨赞助我也非常感激。在

① 金德尔伯格及艾力伯：《疯狂、恐慌以及崩盘》（*Manias, Panics and Crashes*），第 239 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高级国际研究院的演讲是以我 2005 年 11 月在墨尔本的理查德 · 施内普（Richard Snape）研讨会的演讲稿为蓝本的。理查德是著名的国际经济学家，也是受人尊敬的朋友。能作那次演讲我非常高兴，而那个研讨会也已经成为非常独特的一个系列活动。

出席这些演讲不仅收获荣誉，而且也是巨大的机会。它让我有机会讲述过去 30 年里国际金融领域发生的事情，特别是从新兴市场危机向全球失衡的发展。我认为美国负债是解决过去 30 年全球金融体系失误的一个方法，但不是一个令人满意的方法。我希望能够解释微观经济学的金融和宏观经济学的汇率以及国际收支平衡之间的密切关系。在金融学领域，微观经济学和宏观经济学已经完全融合，也是在这个领域，国内与全球相遇并且酝酿着巨大的灾难。这些既是我那些演讲的主题，也是本书的主题。

每部书的完成肯定都得到了大量的帮助，本书也不例外。除了已经提及的人之外，我还需要特别感谢 5 个人：马克思 · 科登（Max Corden），我在纳菲尔德学院读研究生时是他唤起了我对国际经济的兴趣，而且他在国际宏观经济方面的文章也发人深省；《金融时报》的编辑李奥内 · 巴伯（Lionel Barber），在我写作本书的过程中，同意我因为那些演讲有过两次较长时期的中断；我的经纪人，充满热情而又极其投入的弗莉茜蒂 · 布莱恩（Felicity Bryan）；负责搜集数据的凯丝 · 弗雷（Keith Fray）；还有就是我的妻子阿里森（Alison），她阅读并对所有章节提出修改意见，同时在我打算放弃写作这么一个变化莫测的主题时鼓励我往前走。非常感谢他们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing Global Finance

目 录

序／VII

中文版自序／XI

前　言／XVII

第1章 经验与教训：金融危机之后／1

◎ 危机波／3
◎ 修正错误／5
◎ 为变革开出的处方／8

第2章 金融自由化：陷阱？还是坦途？／13

◎ 承诺的金字塔／16
◎ 信守承诺／18
◎ 政府的角色／22
◎ 金融的益处／27
◎ 金融的风险／28
◎ 金融全球化的益处／30
◎ 金融全球化的风险／33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 全球化背景下的金融危机／37

◎ 各种错误的清单／40
◎ 危机的发生和成本／42
◎ 通向危机之路／46
◎ 资本流动和系统性金融危机／49
◎ 危机的动态变化／60
◎ 危机的遗留问题／66

第4章 从危机到失衡／71

◎ 疑惑的难题／73
◎ 全球储蓄过剩／79
◎ 全球国际收支／91
◎ “第二代布雷顿森林体系”中的外汇干预／95
◎ 美国作为最后的借款人和消费者／111
◎ 储蓄过剩与货币过剩／121

第5章 暴风雨前的寂静／125

◎ 一种不可持续的情况——从美国角度看／130
◎ 一种可持续的情况——从美国角度看／135
◎ 一种不可持续的情况——从债权人角度看／156
◎ 一种可持续的情况——从债权人角度看／159
◎ 关于“失衡”的可持续性和对它的欢迎态度／169

第6章 走向调整和国内改革／173

◎ 对全球失衡的调整：何时和如何调整，调整幅度有多大？／176
◎ 新兴市场经济体的改革／189

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 走向全球改革／209

◎ 全球货币体系／211
◎ 全球金融的改革／212
◎ 国际金融机构的改革／214
◎ 非正式集团的改革／220

第8章 走向更稳定的世界／223

译后记／229

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第1章 经验与教训：金融危机之后

世界货币市场充斥的都是些投机分子，他们从未提供过什么有用的价值。[①]

——保罗·奥尼尔，美国前财政部长

① 贝蒂及艾登：《美国财政部长》（*The U.S. Treasury Secretary*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 金融体系的倒塌已经远远超出了经济学家的研究领域。如果说全球金融对于这场灾难很难有所作为，那么它对于日益升级的金融一体化更是爱莫能助。

◆ 美国演变成一个巨大的债务国，实际上在一定程度上产生了受人欢迎的经济和金融稳定。作为世界最大经济体和拥有世界上最重要货币的美国，比任何其他经济体甚至经济体集团更容易对外大举借债。

◆ 过去的失败造成了今天的失衡。全球最重要货币的发行人——美国，现在成为全球最大的债务国。这绝不是全球金融自由化试验的最坏结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融是市场经济的“大脑”。非常不幸，尽管世界在过去 30 年里已经一而再、再而三地获得警示——至少不是始于 2007 年夏的信贷紧缩，这个“大脑”已经被各种各样的衰退弄得十分虚弱了。特别是它传递的情绪越来越多变，从安乐到恐慌。自 1980 年以来全球金融市场经历了一段令人恐惧而又代价高昂的金融危机史——代价高昂的意思不仅仅是说它耗费了纳税人大量的金钱或产出，还包括使许多无辜的受害者遭受生活起伏。

危机波

这些灾难把国际金融转变为对国际经济一体化支持者的最大挑战，人们把国际经济一体化过程称为全球化。而且，这远不只是经济挑战，国际冲突、恐怖主义和环境灾难都有可能最后被证明是更重要的。这些也不仅仅是对于经济政策的挑战，金融体系的倒塌已经远远超出了经济学家的研究领域。如果说全球金融对于这场灾难很难有所作为，那么它对于日益升级的金融一体化更是爱莫能助。

面对这些危机波，有些知名的经济学家直接将其归因于金融一体化。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中就包括诺贝尔奖得主、哥伦比亚大学和曼彻斯特大学的约瑟夫·斯蒂格利茨和同来自哥伦比亚大学的贾格迪什·巴格沃蒂（Jagdish Bhagwati），两人都是自由贸易的鼓吹者。[①]这两位经济学家认同的事情不多，但是他们确实都非常支持自由贸易。所有经济学家都赞同自由贸易的益处，但对于金融自由化的态度却是不太确定的。在这个问题上，专业人士的态度势均力敌。当代最优秀的金融捕手乔治·索罗斯则自封为“看场者”，他对金融市场也牢骚满腹。[②]金融危机对于新兴经济体也有直接和极具毁灭性的影响。由于金融危机的毁灭性影响，拉美公众开始激烈地反对在拉美被广泛称为“新自由主义”的观念。

我自己倒不是这么悲观，实行金融市场自由化确实有一定的潜在益处。但是在发掘这些优势和尽量减少风险的同时，我们会遭遇巨大的挑战。过去30多年的经验就能够很好地说明这一点。甚至在20世纪80年代中叶，也没有几位经济学家真正理解金融市场开放、全球金融市场一体化以及国际货币体系三者相互作用会带来的潜在灾难。这里只有一个非常著名的例外，那就是全拉美最睿智的经济学家卡洛斯·迪亚兹－阿里让德罗（Carlos Díaz-Alejandro）在其1985年发表的那篇文章中提出了他富有预见性的观点。[③]我们现在已经了解了很多，但这是在我们经历了一系列的残酷教训之后。

如果我们想做得更好，那么我们就需要理解全球金融自由化的利弊。即使在今天，农作物收成不好或者特定商品价格的重大调整都可能对发展中国家造成巨大的影响。石油价格就是很好的例子。在高收入国家和大多数发展中的大国，某一生产行业大多不会对整体经济产生重大影响，但是金融危机

---

① 斯蒂格利茨：《全球化及其不满》（*Globalization and Its Discontents*）；巴格沃蒂：《资本的秘密》（*The Capital Myth*）。

② 索罗斯：《全球资本主义及开放社会的危机》（*Crisis of Global Capitalism and Open Society*）。

③ 迪亚兹－阿里让德罗：《告别金融压制》（*Good-Bye Financial Repression*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于其整体经济却会产生巨大的冲击。实际上，它可能会对大多数经济体立即产生严重的影响。要了解这些危机的实质以及它们给政策带来的挑战，我们需要理解微观经济层面的金融和宏观经济层面的汇率、财政和货币政策，而金融恰恰一向都是宏观经济和微观经济的交汇点。

国际金融危机影响显著，而纯粹的国内金融危机所造成的后果也不容轻视。在过去 30 多年中，20 世纪 90 年代日本的金融危机就是最近的一场国内金融危机，既有国际诱因也有深远的国际影响。日本当时是（现在仍然是）债权国，对于主管当局来说采取措施以避免对其他国家造成严重影响相对容易。实际上，他们本应该更迅速和有效地化解那场危机。无论如何，对于他们来说，他们可以轻而易举地向自己的人民举债。

各种涉及外国资本供给的危机，包括全球化危机（这里按狭义来说指包括各种外国金融体系的全球化），解决起来往往成本更高，也更加难以管理。外国人，总体来说都不太相信其他国家的政府，尤其是欠发达国家的政府。重要的是，在危机中，一个国家的当局不能胁迫外国人。涉及外国资本供给的危机通常会演变成汇率危机，而且往往会演变成“孪生危机”，即在汇率崩溃和外汇净负债巨幅增长的相互作用下众多私营部门处于资不抵债的困境，以及金融体系的破产。在这种情况下，国内当局常常失去了进入世界金融市场的能力，同时如果没有外部援助的话，也就没有办法来拯救自己的金融体系。

修正错误

本书认为，如果国际金融在可靠的范围内无法正常运行，那么会对受其影响的国家和世界经济产生连锁反应。这种情形已经引起了数次巨大的全球经济震动。2007 年，始于美国的“次贷危机”便是那些震动的直接后果。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种历史现象提出了两个根本问题：到底出了什么问题？如何来修正它？

在20世纪70、80和90年代，金融危机总是出现在那些资本大量流向新兴市场经济体的各阶段。结果是，绝大部分国家政府决定（或者被市场逼迫）停止资本净流入。许多国家甚至成为资本净流出国。在2000年后，私人投资者渴望再一次投资到这些国家，这些渴望导致新兴市场经济体展开了大规模的外汇干预以及外汇储备的积累。新兴市场经济体在国际资本市场上表现为“抽烟但不吸入”，它们中的大多数准备介入资本市场，但是不接受——实际上非常努力地避免接受——资本净流入到它们的经济体系中。这与发生在19世纪末叶和20世纪初叶的金融全球化大不相同——这一点令人诧异，也令人不安。

幸运的是，从2001年（当时阿根廷出现违约危机）直到2007年秋，没有出现大的新兴市场危机，只是在1997年至1999年年初出现过影响新兴市场经济体的全球危机。这个情况也许说明世界经济获得了稳定性，不过这并不是一种成熟的判断。既然新兴市场经济体不能也不愿意吸收来自世界经济体系的多余储蓄，而且相反，它们自己也在产生盈余，一些高收入的国家就不得不吸收那些资金。因此，资本从世界各地涌向少数几个拥有信用的高收入国家，而且最重要的是流向美国——这个逐步演变成全球借款者的超级大国。美国演变成一个巨大的债务国，实际上在一定程度上产生了受人欢迎的经济和金融稳定。作为世界最大经济体和拥有世界上最重要货币的美国，比任何其他经济体甚至经济体集团更容易对外大举借债。在美国，外债的国内相对应部分是最终被证明无法获得持续性增长的家庭负债。这些问题导致了“次贷”危机——一个扎根于美国抵押贷款活动中的危机，并且导致了一场自2007年起席卷高收入国家的金融震荡。随着需求的减少和美元的疲软，美国外部赤字开始萎缩。

我们还没有探究到金融史的结尾。上述事件提出了两个问题：这种全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资本净流动模式能够持续吗？资本从穷国流向富国是人们期待的吗？前一个问题更有争议些。美国外债的发展历程从长期来看也许是不可持续的，因为它预示着这个国家的净负债头寸将会爆炸性地增长，它仍然能够持续较长时期。但是与外部借款相对应的国内部分却在很短时间内变成了一个大问题。

这种对于新兴市场经济体的资本流入不稳定情况的反应，是人们所不期待看到的，这一点是确确实实的。从穷国向最富国家的大规模资本流动是人们并不情愿看到的。而人们更不愿看到的是，受惠国——美国的一些政治势力，很憎恨他们的债主的慷慨。而给这个情况火上浇油的是，当美国被要求偿还全部或者至少部分所借资本时，那些债权国很可能会最终蒙受巨大损失。实际上，很多国家已经在美元的跌势中惨遭巨大损失。

宏观经济学上的问题是如何调整才能达到全球范围内的国际收支平衡。其中一个重要的问题就是时间跨度，因为它对实际（以及名义）汇率调整会产生重要影响：调整得越慢，调整幅度就越小。但是还有一组更深刻的问题需要回答：是否存在一系列的政策变化和发展，能够促使自由的全球金融体系引导资本向新兴市场经济体转移而不引起任何大规模的危机？只有在这些条件下达到这样的结果，全球金融体系才能持续发展和令人满意。

本书认为这些变化实际上是可能的，但是需要进行深刻的变革（特别是新兴市场经济体），而且最重要的是必须达到货币体系和国际金融模式之间协调一致。在这个多币种共存的世界里，我们必须有多币种的金融体系。各国必须借入本国货币，接受股权形式的资本或者帮助其国内的私营企业寻找能够规避长期货币风险的其他途径。如果新兴市场经济体已经准备完全接受具有国际开放性特征的金融体系的游戏规则——既包括微观经济层面也包括宏观经济层面的游戏规则，那么这些变化自然会发生。同时，国际金融机构也能够通过积累更多外汇储备来提供帮助。外汇储备越少，新兴市场经济体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就越会强化其对金融体系的管制，它们也会更决意消除其内部经济中的货币错配现象，也会更趋向于保护它们自己免遭各种外部性危机的侵扰。

为变革开出的处方

金融的特殊之处在哪里？对于各经济体，特别是新兴市场经济体而言，金融为何如此重要而又如此容易出错？本书第 2 章试图回答这些问题。金融体系主要依赖于承诺，而从其本质上来说，承诺是会遭到背弃的。那些接受承诺的人，也知道承诺有可能遭到背弃。这导致金融体系因其固有的不确定性预期不断变化而变得脆弱。而跨境承诺，特别是对外国人做出的承诺所具有的不确定性更为显著。即使自己不直接做出承诺，各国政府在金融领域中总是最基本的一方：它们设立遵守承诺的机构，并确保这些机构信守承诺。它们背负的债务和发行的货币是所有金融合同的基础。外界人士都知道政府对他们并不太负责任，因而对于外国政府的信任一向是非常有限的。对于新兴市场经济体政府的信任尤其有限，因为相对于高收入国家而言，这些政府可能更加腐败和效率低下，并且本土意识非常强烈。

第 3 章不仅讨论了出错的可能性，还讨论了在全球金融市场中已经发生的错误，检视了过去 30 多年来的危机并详细说明它们造成的巨大损失。在大多数案例中，最大的损失发生在拥有巨额经常账户赤字的新兴市场国家货币贬值的过程中，而且不可避免地在负债和资产之间存在名义货币的错配。这些危机都造成了大量的损失，特别是加大了纳税人的开支并使他们丧失就业机会。这些痛苦的结果使得新兴市场经济体转而减少借款并决意保持低利率、维持经常账户盈余以及累积官方储备。这种情况在东亚国家更是多见，1997~1998 年的金融危机影响深远，不仅受害者损失惨重，就连旁观者也陷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入其中，中国就是其中一个最重要的旁观者。

如果一些国家拥有巨额的结构性经常账户盈余，即储蓄大大超过投资或收入大大超过支出，那么肯定会有一些国家存在相反的情况。第 4 章讨论了 20 世纪 90 年代末期和 21 世纪的所谓“全球失衡”，部分原因是之前的金融危机，部分原因是世界油价自 2003 年起出现的暴涨。我同意时任美联储主席伯南克的基本观点：这些失衡都是“全球储蓄过剩”的结果。在这里，过剩被理解为世界其他地方储蓄大大超过投资，也可以说是世界与美国的分离。近年来，过剩数量已经达到除美国外的世界其他地方储蓄总额的 1/6。其结果就是造成实际利率下降的趋势，即使在经济蓬勃发展时期也是如此，这也导致美国必须承受巨额经常账户赤字。实际利率偏低的事实强烈地表明了美国的赤字并未流向投资领域。与世界其他地方紧缩开支的现象相比，美国借用大量外债进行消费。这些结果并不是民间的决定。大部分亚洲国家的汇率以及与其相关的宏观经济政策——其首要目标是盯住美元和稳定地进行储备的累积——在创造一直被美国吸收的盈余方面起了很大作用。[①]如果美国不愿实行扩张性金融和货币政策以吸收这些盈余，并拒绝接受巨大和不断增长的经常账户赤字，美国经济可能已经遭受了经济衰退的打击，而世界其他国家也将遭受经济损失。

第 5 章提出全球金融风平浪静时期很可能具有误导性。本章以针对全球金融体系不稳定性的“解决方法”到底是理想的方法还是可持续的方法这一提问作为开头。这种方法对于全球的债权人和债务人以及其他人都具有明显的优势。只要美国在该体系中一直保持出众的债权人地位，发生其他系列风险的可能性就会极大地降低。但是，从长远来说，美国经济发展的道路并不具有可持续性。问题不仅出在其一直不断累积的对外负债上，同时也存在于

① 稳定在此指向商业银行出售不良资产以对冲由央行通过干涉外汇市场创造的货币，其主要目的是改变类似干涉行为的货币性影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国政府和美国私人部门（实际上就是家庭）的需求上，或者说由于这两者都深陷债务的泥潭。这种趋势可能会持续一段时间，但是不可能长久地继续下去。

债权国通过其货币与美国挂钩而获取好处，不过它们不断累积的巨额债权意义并不大。一方面，在美国可能会出现强烈的保护主义风潮；另一方面，当这一切得到纠正后这些债权国将面临巨大的损失（实际上，已经有证据表明这些债权国损失惨重）。更为重要的是，这些国家应当有能力在其国内为这些盈余资金找到用途，比如增加公共和私人消费。因此，那种靠美国对外借债并且与经常账户赤字相关联的、解决金融不稳定的“方案”，最终导致了巨大的问题。

这需要就全球协调和改革问题进行讨论。对于各债权国来说，它们倾向于将所有失衡都归罪于美国的挥霍并建议其减少财政赤字或提高私人部门的储蓄。但是第6章指出：造成该结果的原因在于债务国和债权国双方的相关政策。调整需要全球层面的改变，即调整全球消费和生产的各种激励机制和措施。解决金融危机及与其相关的经常账户赤字问题的长久之计不可能单独由宏观经济政策负担，还需要采取国际和国内的改革措施。

在国内，改革必须要解决以下问题：汇率、货币和财政问题；金融业监管问题；法律机构和产权保护问题。进行这些改革的目的就是创造微观和宏观经济条件相配合的环境使得来自境外的大额资本感到相对安全。新兴市场经济体的政府必须寻找善待债权人的途径。外部组织体系，例如像欧盟成员国这样的安排可能会有所帮助。但是，实际上最好的方法还是政府能够获得本国国民的信任，而外国债权人也可以乘机获得有利于自己的待遇。如果一个国家无法轻易地从本国国民的手上借到本国货币，那么任何向该国提供货币借款的外国人的后果就可想而知了。

第7章讨论了全球变革的问题。与国内变革相比，全球变革的重要性较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低，但是仍然值得大家高度重视。这就给创造一种全球性货币提供了理由。不过在实践中其目的应该是使得浮动利率能够发生作用。我们应该充分理解浮动的性质和分散风险的潜在影响。而特别应当注意的是，由于债务人很难进行掉期操作，因此债权人不得不承担主要的货币风险。有一个重要的问题就是 IMF 是否应当积累超过其现有能力的储备。中国的外汇储备已经达到了 IMF 的 5 倍。有一种可能就是建立出现危机事件时可以获取大量资源的预先授权体系，但是这需要培养能够轻易地辨别高风险国家和安全国家的能力。由于各国实际上都不愿意发出寻求贷款的信号，因此人们需要更积极地推动预先授权体系的建立。

资本突然停止流入会严重影响一个国家的流动性，关于建立一个全球破产体系的讨论已经很多，但对它的需要似乎并不迫切。有人会争论说，从阿根廷自 2001 年后债务重组案例中可以看出，债务国所处地位非常好以至于债权国无法实施解决方案。尤为重要的是，国际体系倾向于支持那些国内金融体系与法制机构完备以及能够维护债权国权利的国家。各国开始向这些方向发展，同时以不同的标准和方式实施。不过，还需要进一步努力。

在总结前述讨论后，第 8 章得出两个主要结论：第一，想把宏观经济领域的改革（汇率体系、货币和财政政策）和 IMF 的作用（涉及微观经济领域的改革，特别是金融体系的监管）分开是不可能的，两者必须共同进退；第二，只有当新兴市场经济体能够很安全地接受大量外国资本流入时，更加平衡的全球资本流动才会出现。新兴市场经济体大量积累外汇储备是向这个方向发展迈出的重要一步。不过，在它们向下一步进发时，还有不少工作需要做。而作为全球最大外汇盈余国的中国在解决全球失衡问题方面显得尤为重要。

过去的失败造成了今天的失衡。全球最重要货币的发行人——美国，现在成为全球最大的债务国。这绝不是全球金融自由化试验的最坏结果，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期来讲，这也不是可持续和令人期待的结果，这只是下列明显错误的后果：

- 无法正确理解自由化金融市场的固有风险，在这些市场中，所有的决策都来自参与市场竞争的不同机构；
- 无法理解国际资本流动所带来的巨大风险，特别是对于脆弱的新兴市场经济体造成的更大风险；
- 债务国无法理解借入外债而担负的风险，以及由此采取更为严肃的财政和货币政策的必要性；
- 债权人和债务人双方对汇率风险的误解，特别是对在资本自由流动的世界中可调整的盯住汇率制度脆弱性的一些错误理解；
- 更广泛地说，现在已不是 19 世纪末叶和 20 世纪初叶金本位制度下具有极高可预测性的环境，大家没有正确理解如何在当前多重货币世界中汇率不稳定情况下的生存问题；
- 无法及时将全球治理机构现代化。

美国所主动承担的巨额赤字给世界留下了一些喘息的空间，但这种情况不会长久。全球性国际收支平衡的调整过程正在进行。如果这个过程进展顺利，我们会看到大量资本将流入新兴市场经济体而不会造成危机。应该不会有人否认这是大家想看到的现象，问题是我们如何才能实现这一目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第2章　金融自由化：陷阱？还是坦途？

全球金融市场的出现可以与喷气式飞机的发明相媲美。我们能够很快到达我们想去的任何地方，旅行过程也更舒适、价格更低，而且大多数时候是非常安全的——不过一旦发生坠机事故，造成的损失将是极其惨痛的。①

——劳伦斯·萨默斯，美国前财政部长

① 萨默斯：《在国际货币基金组织的发言》（*Remarks before the International Monetary Fund*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 成熟而又充满活力的现代经济依靠的是用承诺建造的金字塔，而不是5 000年前法老修建的石头金字塔。

◆ 尽管银行是金融机构不可或缺的组成部分，但是它们非常危险。这是因为中介功能使它们的金融结构并不稳定。这也是为什么银行往往都必须有非常威严的形象的原因。

◆ 金融发展的影响能够通过资本利用效率的提高更强烈地反映出来，这远比投资水平的提高体现得更为明显。金融体系在促使企业更为有效地利用资源方面起着更为重要的约束作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人都憎恶金融。投机分子，或者更有甚者，“吸血”的高利贷者，都是恶棍。莎士比亚的《威尼斯商人》中出现的恶棍夏洛克被描写成专门放贷的犹太人。但是，金融是成熟、开放的市场经济的发动机。金融也让人们利用他人的资金创业，使用他人的点子赚钱，平衡每一个人的一生收支，并为生命和财产提供保障。金融也给予个人自由和安全，并赋予世界各经济体系以动力和弹性。

究其根本，金融提供了一种机制，把资源从无法将其转化为生产力的拥有者手中转移到能够将其转化为生产力但又缺乏资源的人的手中。因此，它是分权市场经济的发动机。不包含金融的手段都是毫无生气的。金融体系越灵活、反应越灵敏，经济的运行效果也就越好，因为更多的融资需求将得到满足，更多的点子也将得到应用。缺乏金融的经济制度是残缺的，但是当金融出错时，其后果也是极其严重的。

本章揭示了金融的意义以及它“善与恶”的两面性，特别是国际金融的重要性以及容易发生危机的原因。我们探讨了金融体系最核心的特征：它是承诺的金字塔——常常是长期甚至是无限期的承诺。这使得成熟的金融体系能够长存（当然，相对来说它们都是现代发明，不过历史也超过了数百年）。承诺可能遭到背弃。实际上，做出承诺而后违背承诺往往很符合一些人的切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身利益。为了在这种复杂的结构中给他人信心，人们需要强大而可信的机构，其中就包括一个诚实、高效并且依法而治的政府。如果各方面都运作良好，那么金融体系能带来巨大的好处；但是当金融体系运作不力时，它也可能带来浩劫。同样的情况在金融全球化时也可能发生，获得巨大收益的同时往往伴随着风险。政策的目标就是创造条件来使利益最大化并同时控制风险。不过，这样的要求还是与已经发生的情况相差很远。

承诺的金字塔

2005 年年底，全球最大的市场经济体美国的家庭和非营利性组织拥有价值 64.4 万亿美元的资产（或者四舍五入为 64 万亿美元），这已经超过了美国国内生产总值的 5 倍，美国总负债金额为 11.9 万亿美元，其净资产为 52.5 万亿美元。这些资产中大约 25.6 万亿美元为有形资产，主要是房产，其余价值 38.7 万亿美元的部分主要由金融资产构成——对于其他家庭、美国的其他经济主体或者世界其他主体的债权。在美国的金融资产中，非农业及非金融公司业务总计为 10.9 万亿美元，而非农业及非公司业务合计为 2.3 万亿美元。据此，可以得出美国私人部门的金融资产总量在 2005 年为 52 万亿美元。

根据麦肯锡全球研究院的报告，欧元区 2005 年的金融资产总量约为 30 万亿美元，日本为 19.5 万亿美元，而英国为 8 万亿美元。[①]加上美国，这 4 个经济体持有全球 140 万亿美元金融资产中 80% 的份额。它们的总额相当于全球生产总值的 316%，而这个数字在 1980 年和 1995 年仅分别为 109% 和 218%。金融媒介的作用是显而易见的：1995~2005 年，美国的金融资产占

① 关于全球资本市场的数据皆出自麦肯锡全球研究院的《世界资本地图》(*Mapping the Global Capital Market*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP 的比例从 303% 升至 405%，英国从 278% 升至 359%，欧元区从 180% 升至 303%。

在 2005 年的全球金融资产总量中，股权为 44 万亿美元，个人债券为 35 万亿美元，政府债券为 23 万亿美元，银行存款为 38 万亿美元。随着世界向更为间接的媒介形式方向的转化，银行存款所占比例由 1980 年的 42% 降至 2005 年的 27%。这样的转变在美国家庭和非营利性组织 2005 年的金融资产持有量的组成比例上反映得更为明显：存款为 6.1 万亿美元；信用市场为 3.1 万亿美元；直接持有股权为 5.7 万亿美元；间接持有股权为 8.9 万亿美元（通过寿险公司代持为 1.1 万亿美元，年金和基金代持为 3.0 万亿美元，政府退休基金代持为 1.9 万亿美元，共同基金代持为 2.9 万亿美元）；其余部分为 14.8 万亿美元。

这些急速增长的金融资产代表了对未来的承诺，常常是或有承诺，即以当前的支出获得将来的回报。债券代表定期支付的承诺；股权代表分享公司未来利润的承诺；养老金则代表在退休之后仍然能获得收入的承诺；寿险是在某个预定日期或者身故后进行赔付的承诺；意外或健康保险是在发生某些意外时进行赔付的承诺。随着金融体系日趋复杂，承诺开始累计。共同基金向其投资者承诺将返还它在其他公司购买的承诺所获得的收益；期权则是在特定条件下返还一定承诺的承诺。这些要求现在都使用电子方式进行储存，成为电脑记忆的一部分。

所有这些承诺最终都要依靠各种形式的现实资产才能得以实现。对于公司的股权来说非常明显；但是对于房屋贷款或者公司债券来说，只有当人们对他人拥有的财产和将来的赚钱能力深信不疑时，这些人才会将钱借出。

美国人所持有的金融权益不仅仅对经济有益，它们本身就是经济。如果没有金融权益，那么经济就只剩下现金。购买并持有这些承诺的意愿，以及销售它们的能力，都有赖于信心，或者说信任。除了将金子藏在保险柜或将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行存单放在垫子下面之外，人们必须愿意将钱以很低的利息长期借出或将钱投入他们几乎没有直接控制力的公司中去。他们必须准备好将购买力转给那些他们认为擅长使用购买力的人。这些承诺能够兑现的基础不仅是人们的诚实，还有非常明确而且可信的产权保护制度。

成熟而又充满活力的现代经济依靠的是用承诺建造的金字塔，而不是5 000年前法老修建的石头金字塔。当然支撑这些金字塔的信息可能被轻易地放错位置。人们最后可能发现他们所依赖的承诺还抵不上一张纸的价钱。因为金融承诺不仅依靠对于风险的计算——前美国国防部长唐纳德 · 拉姆斯菲尔德著名的“知道未知”理论，而且还依赖于更重要的不可预见性——“不知道未知”。这些现象被纳西姆 · 塔勒布（Nassim Taleb）称为“黑天鹅”——那些极不可能发生并且会造成重大影响的事件，而且在事件发生之后我们更愿意相信这些事件是能够被预测到的。[①]无论如何，在2005年美国家庭还是愿意持有价值39万亿美元的承诺，整个美国持有52万亿美元的承诺，全世界持有140万亿美元的承诺。

更出乎人们意料的是，从历史上看，美国人的所作所为大多是正确的。即使在“次贷危机”中，大多数美国人仍然信任大多数金融机构对他们做出的承诺。从历史上看，这样的信任程度实属罕见，在当今世界也不多见，而这至少是构成金融危机如此频繁爆发而又如此危险的一个原因。

信守承诺

准确理解金融承诺出错可能带来的危害固然非常重要，而更为重要的是

① 《黑天鹅》（*Black Swan*），已由中信出版社于2008年5月出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解如何才能避免或至少减少各种危害。承诺被背弃的原因可能是做出承诺的人不愿信守承诺，也有可能是做出承诺的人没有能力兑现承诺。最后，人们面临无法逃避的不确定性，即这些承诺是否能够被遵守以及是否值得遵守。糟糕的是，这些困难本身就是金融的固有内涵的一部分。正如拉古拉迈·拉詹（Raghuram Rajan）（前 IMF 首席经济学家）和芝加哥大学商学院的路易吉·津加莱斯（Luigi Zingales）说的："机会、无知、无赖行径——术语为不确定性、逆向选择、道德风险——可能人为地破坏债务偿还过程。"

所谓"信息不对称"，是指购买承诺的一方往往比出售承诺的一方得到的信息少得多。购买方也很清楚那些不准备兑现承诺的人往往将他们的承诺粉饰得更有吸引力，这就是"逆向选择"。他们知道即使是那些诚实的人在某些情况下也可能违背自己的承诺，这被称为"道德风险"。应对逆向选择和道德风险的办法是搜集更多的信息，但是这里面又存在很多问题，比如"搭便车"。如果所有的信息都在市场上公开，那么没有为搜集信息而付出努力的人就可以轻易地利用他人的努力而获益，这样会打击他人为获取信息而付出努力的积极性，从而导致市场面临变幻莫测的"理性无知"。如果无知者跟随他们认为掌握信息更多的人，这就产生了"羊群效应"。最后，在不确定性开始蔓延和无法逃避的领域——例如，谁知道核恐怖爆发的概率或者互联网所产生的经济影响？——羊群很可能开始吹起"泡沫"并最终将其吹破。

金融就是一片被野兽占领的原始森林。野兽怎么会容忍哪怕是最小限度的驯化？所有方法中最简单的莫过于将交易仅限定于有良好信任基础的各方之间，比如家庭成员、宗教社团或者能进行长期有价值的经济和社会交换的利益群体。这种方法的缺陷就在于将获取金融服务仅限定于有利益关系的人们之间。"裙带资本主义"是市场经济最相近的复制品。相信熟人是很正常的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而相信陌生人却是不正常的，不过后者开拓了具有创新精神的园地，但是需要注意的是即使在发达经济体中，小型企业仍然被家族拥有和控制。

另外一种稍微成熟的解决方法就是"挟持人质"，不过此处不是指人而是指担保物。最简单的形式就是我们几乎随处可见的典当行。抵押担保也是住房贷款的最基本保障：通过按揭获得贷款。不过这种解决方法的缺陷在于它只有利于已经拥有财产的人。而且，该方法只有在完善和有效的产权制度的保障下才能发挥作用。债权人愿意提供足够的资金往往是因为在他能够在违约事件发生时拥有足够的担保物。而根据世界银行的报告，在印度解决一桩破产案件需要长达10年的时间。[①]在这种情况下，担保物基本无任何价值可言。

在上面两种解决方法中，金融的循环受到严格限制，而且金融的受益者也非常有限。过多的人不得不使用自己的储蓄进行融资，换句话说，即"自我支持"，而这种情况导致的结果就是他们不得不降低当前的消费水平。扩大选择余地是很有可能的，孟加拉国的格莱珉银行（Grameen bank）尝试推出了小额信贷计划，即在互相熟识的家庭之间建立小额贷款体系，扩大了仅通过个人关系获得资金的概念。不过，就像拉詹和津加莱斯指出的那样："穷人本来就没什么富朋友或富亲戚。所以，只有富人才有机会获得资金支持。"

应该如何有效地排除融资障碍？对于申请人情况的深入了解、对于借款人行为的仔细观察以及将各种信用记录进行编撰，不但便于向资信良好和负责任的借款人提供融资，同时还能鼓励他们长期维持自身的信用。坚持借款人必须持有自己的股权或者被保险人需要进行共同支付（或者只在扣除后获得补偿）都可以更好地限定机会主义，尽管这也可能将诚实但是贫穷的人排除在外。除此之外，还需要对产权的清晰界定和有效执行、稳健的财务制度、

① 世界银行：《2006营商环境报告》（*Doing Business in 2006*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强大的警察组织以及精确而真实的记录。在美国，这一切都达到了很先进（但是并不完美）的水平。美国家庭基本上都非常信任与他们打交道的机构以及这些机构采取的安全措施和公开账目的精确性。更重要的是，他们对于律师和会计师以及法律制度有着高度的信任。如果他们不这么做，美国的金融发展水平不会达到现在的高度。美国的金融体系主要建立在其成熟的机构之上，更依赖于支撑这些机构持续发展的社会行为和价值。

就像曾任哥伦比亚大学教授的美联储官员弗雷德里克 · 米什金（Frederic Mishkin）在其关于全球金融的著作中指出的，金融中介（主要是银行）在处理上面列出的困难方面都有着独特的能力。它们与客户的关系为它们提供了了解客户信息以及监控和管理客户的有效途径。银行也提供所有人都期望获得的东西：保险箱、流动资金以及简单灵活的支付手段。因此，银行是现代金融体系的基石。在发展中国家，银行几乎是金融体系的全部；即使在发达经济体中，尽管金融体系发展已超越了银行信贷，但是银行仍然是金融体系的核心。

银行充当资金提供方和使用方的中介职责减小了金融体系的固有风险，其中部分风险转移到了别处。银行一向只拥有少量的股本，即使是当今资本最雄厚的银行也只有等于其风险财产总额 10% 的股本。银行业务的内在特征就是“到期日转换”。大量的银行资产是由从货币市场获得的短期贷款和被银行客户视为现金等价物的流动性存款来提供资金支持的。但是银行资产的很大部分属于长期资产并且缺乏流动性，如果银行是从事标准的贷款业务的话。除了面临不可避免的到期支付和流动性风险，银行也面临着市场、信用、货币和更广泛的经济和政治风险。市场风险包括资产价格下跌的风险，这可能是由于长期利率水平的上涨而造成的；信用风险包括借款人破产的风险；货币风险来源于负债和资产名义价值的错配；经济和政治风险则与全球风险、战争或者革命等事件相关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管银行是金融机构不可或缺的组成部分，但是它们非常危险。这是因为中介功能使它们的金融结构并不稳定。这也是为什么银行往往都必须有非常威严的形象的原因。这些建筑物说：“看吧，我们就像石头垒起的山峰或者用钢筋水泥搭建的城堡一样坚固。”不过任何事情都不可能超脱现实。第3章不仅会讨论银行的破产问题，还会讨论在过去30年里整个银行业频繁发生的问题。

由于存款人发现他们无法了解银行资产状况的真相，当他们疑惑的时候，“挤提”或者“取现”的风险就会蔓延，这一戏剧性的事件于2007年在英国的专业按揭贷款银行——北岩银行身上发生了。如果一些看起来知晓内情的客户开始挤提现金，那么其他客户就会纷纷效仿。由于银行的负债在这样的情况下无法得到合理的调整，挤提会导致银行的现金清空。银行被迫打折处理其缺乏流动性的长期资产。恐慌很快蔓延至整个银行体系：一家银行的破产很可能会直接对其他银行产生威胁，原因是无法确认银行资产的真实价值，这会蔓延至其他银行。银行需要解决的“信息不对称”问题实际上是由自己创造出来的。

政府的角色

政府的任务是提供能够创造和实现金融承诺的机构。政府也负责设立和保护财产权。尽管私人机构也能够在这方面做出努力——比如创设非正式的仲裁体系，利用社团的力量或者商业关系——但是高效合作的障碍仍然非常大。与政府相比，私人的执行力仍然是非常弱的，而且私人执行非常容易陷入黑帮火拼或者挑起内战。国家是人民的保护者和法律的创造者及执行者，保障国家生存。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府也负责发行金融市场最重要的组成部分——政府债券。为政府债券创立的安全市场是所有其他债券市场兴起的基石。与此类似，欧洲资本主义历史上最重要的股份公司——荷兰东印度公司就是由政府创立的，后来的英国东印度公司也是模仿该公司设立的。现代公司和股票市场的出现都归功于荷兰在 17 世纪黄金年代的杰出创新。只有当政府信用随着时间的推移一直得到维持，才有可能打造一个成熟的金融市场。否则，就像阿根廷在 2001 年之后出现的政府大肆掠夺银行资产并破坏产权制度的行为，虽未摧毁但也极大地破坏了金融稳定性。

同样重要的是，只有当政府拥有充分的偿付能力时，货币——作为账户的计算单位和最终的支付手段——在没有通货膨胀的情况下是最安全的价值储存手段，这个事实才能不断被延续下去。一个滥用信用的政府往往会不计后果地滥用其货币，贬低币值，从而悄悄地拖欠债务。在使用金属货币时，要实现通货膨胀往往需要进行相对困难的降低铸币纯度的工作。而在使用纸币的当代——政府的法令创造了货币——只需要通过印刷或者央行的简单记账过程即可实现通货膨胀。

国家发行货币的历史悠久。最初只是在铸币过程中认证贵重金属的重量和纯度（后来滥用职权降低铸币纯度）。在过去 3 个世纪里，货币体系先演变为可转换票据的金字塔，而后演变为具有固定价格的金属体系——即黄金交换体系。在 20 世纪 30 年代的大萧条中，大部分货币转换为黄金的过程被终止。“二战”过后，美元成为唯一能够以固定价格转换为黄金的货币，而且只有当其他国家要求时才会这样做。最后，在布雷顿森林体系于 1971 年解体之后，全球进入纯纸币体系。这是一个全新的世界，与 19 世纪后期和 20 世纪早期的国际化完全不同，那个时候由于其交换标准的地位，黄金实际上成为单一的世界货币。这个转变给国内货币政策和国际货币体系造成了巨大的影响，下文将详述。毫无疑问这是造成实质性脆弱的一个根源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公共机构是经济发展最重要的决定性因素，这一观点现在已经广为接受。[①]机构的确发挥着中心作用。[②]问题是政府为什么必须发展机构，答案就是这可能是政府让整个国家富裕起来的唯一道路。如果政府能够直接获得有价值的资源，它可能对于发展经济的兴趣就不那么浓厚。如果政府在很大程度上依靠商业，而它既聪明又有远见（由于人类反复无常的特点，这两种特征都不是固定的），政府就会看到促进商业发展能够给自己带来利益。

这种区别无论在历史上还是现实中都具有极大的力量。比如它解释了俄罗斯和中国会在经济发展的道路上采取不同的方法，前者从资源上获得租金而后者则从商业上获得利益。[③]所以，中国政府从经济发展中直接受益，而俄罗斯就缺乏这样的经历。不过依赖一个政府能够长期表现良好是非常危险的做法。政府也可能会很投机地改变自己的行为。这种情况会很明显地表现在一些面临绝境的政权上，苏哈托在统治印尼的最后时期的疯狂掠夺行为以及伴随而来的经济下挫就是最好的例证。这些诱惑造就了一个长期存在的官僚专制体制，但是中国把自己命运与境内外投资者的长期发展联系起来，这

---

① 道格拉斯·诺斯由于提出机构在经济史上的作用而获得诺贝尔奖。详见其《经济史的结构与变迁》(*Structure and Change in Economic History*)。还有一种观点强调了国家在创造具有竞争力的制造业方面的角色，该观点被自学成才的“异教徒”经济学家埃里克·赖纳特（Erik Reinert）在其著作《为何富国更富，穷国更穷》(*How Rich Countries Got Rich . . . and Why Poor Countries Stay Poor*）中加以深化。

② 阿塞莫格鲁及其他人：《长期增长的基本原因——机构》(*Institutions as the Fundamental Cause of Long-Term-Growth*)。杰弗里·萨克斯（Jeffrey Sachs）的不同观点是，环境是制约经济发展的重要因素，特别是在非洲，见《贫穷的终结》(*The End of Poverty*)。这些因素互相排斥的原因并不明显，甚至有人认为它们具有相互强化的效果。在广袤的大陆上，农业生产效率低下，人口密度很小并且正在流动，那些用于识别和保护土地所有权的机构根本就没有存在的必要。

③ 在一篇研讨会文章中，阿塞莫格鲁、西蒙·约翰逊（Simon Johnson）和詹姆斯·A·罗宾逊（James A. Robinson）认为前殖民地国家的历史可以解释为它们原始的发展，或者它们欠缺类似的发展。殖民者的权利是在富庶地区收取租金而在贫穷地区进行开发，其结果就是相对贫穷和富裕的地区都被保留下来。这在美国的表现十分明显。当时贫困的北方获得了胜利而一开始非常富裕的南方则遭受了失败，见《相对发展的殖民起源》(*The Colonial Origins of Comparative Development*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与印尼的个人独裁完全不同。

我们所需要的是能够代表大多数产权所有者利益的一个永久政权体系，这些产权所有者个体无力保护其利益，但是团结起来却能够促使国家采取相关措施。这个力量就是民主。[①]

这是一个民众的政权。在当代欧洲，这种政权源于意大利的一些城邦国家，并于 17 世纪在荷兰和英国演变成更强大的政权。通过从国王手中夺取政治权力，英国的产权所有者创造了为自身利益负责的政权，并在保护产权方面取得了令人瞩目的成就。亚当·斯密在 18 世纪指出："在英国，产业是非常安全的。尽管它离完美的自由还有一段距离，但已经比在欧洲其他任何地方都更自由了。"[②]

投资银行专家詹姆斯·麦克唐纳（James Macdonald）在最近的一本书中指出，一个为产权所有者负责的政府会对金融市场发展产生直接影响，这种影响甚至超过了对于产权本身的影响。这种为产权负责的安排使得政府很有信用，因为它将政府置于债权人的手中，并借此保证巨大、稳定和可靠的公众债券市场的发展。[③]历史上，英国政府曾拥有极高的信用度，因此它能够发行利率低至 2.5% 的不可赎回债券，能够低价从其民众手上借到大量的资金，从而奠定了英国当时与其他大陆的统治者交战获胜的决定性优势。

麦克唐纳指出："这种讨论对国内借款是正确的，即借款人都是市民。该观点不适用于外债情形。"其实，这种讨论同样不适用于国内借款情况，如果大部分选民都不是债权人而是附属于政府。在有众多贫困人口的普选的民主国家里，或者是在非常不公平的国家里这可能会导致人们对于维持政府信用漠不关心。这样的政府很可能会违约并且长期处于信用缺失的处境。实

① 这是在曼库尔·奥尔森过世后出版的书——《权力与繁荣》（*Power and Prosperity*）的主题。

② 亚当·斯密：《国富论》（*Wealth of Nations*）。

③ 麦克唐纳：《深陷债务的自由国度》（*A Free Nation Deep in Debt*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际上，由于注定会违约，所以政府在困难时期更会采取违约行为。同样，这样一个国家很可能长期遭受通货膨胀压力。这一点已经被不少拉美国家的历史证明。不过，如果一国政府能够从大量国内债权人的利益出发来统治国家，并很好地保护这些人的产权，蓬勃发展的金融市场就会诞生。

因此，好政府是成熟金融体系的基石，是“承诺的金字塔”的最终依靠。好政府也似乎是财产民主所有制的产物，但政府的积极角色又该如何理解？一个成熟的政府应该采取何种措施以限制金融体系固有的缺陷，即信息不对称、逆向选择、道德风险、羊群效应和恐慌等，同时又不限制金融体系给相互关联的内部人士带来利益？

如上所述，最早的此类挑战是对于准备金不足的银行制度稳定性的恐慌。在该银行制度下，银行负债都是短期存款，基本上需要按照面值赎回；而银行的大部分资产都是长期而且流动性较差的资产；同时，银行持有的现金数量极少。根据维多利亚时期睿智的经济学专栏作家沃尔特·白芝浩的描述，历史上对于此类问题的解决方案一直是以央行作为最后贷款人。不过一旦提供了此类保险，央行就必须防止道德风险的发生，即救济手段不被商业银行滥用。后来发明的存款保险制度主要是用来预防众多小额存款人大量提现的行为，这种方式又进一步对覆盖面广且介入性强的谨慎监管制度提出了更高的要求。在很多情形下，政府走得太远：它们为可预测风险的银行义务提供绝对担保。实际上，这样的政策将存款转化成为公共领域的或有债务。当银行深陷经营危机或面临巨大风险时，纳税人最后将承担巨大的损失。

想象一下如果没有最终贷款人，没有政府的存款保险，没有政府对于金融中介的监管，也没有政府的拯救措施，金融风险会比现在大很多吗？这个问题的答案不是那么显而易见。尽管上面所列的各种金融体系的风险都是真实存在的，但要想说明政府的干预带来了多大益处却不是那么容易的。不过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以肯定，没有受到任何干涉的金融体系肯定不太一样：银行的资本金肯定更充足；通过对证券或者流动性更差的银行长期存款的依赖可以改善到期日错配问题；存款与高流动性证券可以更好地匹配。依据银行业发生危机的频率看，这些变化或许是一个巨大的进步。人们是否相信政府干预能够改善整体状况，主要取决于人们如何权衡金融体系失效的现状和政府干预中的种种缺憾。[①]很不幸的是，在很多案例中，我们看到的都是政府决策使事情变得更糟糕。

金融的益处

当代美国庞大的、成熟的金融体系实际上是社会秩序达到了更高层次的表现。正常发挥日常功能的能力体现了它所拥有的极不平凡的基础设施的巨大效率。但是美国的金融体系与基础设施相匹配吗？特别是，新兴市场经济体是否有必要努力效仿这个全球最先进的经济体所取得的成就呢？答案是肯定的。曼库尔 · 奥尔森（Mancur Olson）后来就指出：一个社会的财富主要来源于这个社会实现长期投资承诺的能力。为什么这个问题重要呢？我们先想象一下，一个成功的金融体系取得了怎样的成就。它允许各种混合资本创造出大量的企业，并且能以合理的成本提供大量的劳动力；它也允许广大外来者创业并接受对现有企业的竞争；它对风险重新打包并分配；它还允许人们在其一生中为其投资决策进行调整；而且还能够为人们生活中的重大风险提供保险。还有，就如拉詹和津加莱斯明确指出的，金融理论的发展也大大推动了这些领域的进步。而这些进步又反过来提升了风险管理水平，并推动

① 作为坚定的金融自由化支持者，米什金将政府的干预行为解释成提高透明度和提供存款保险的方式；但前提是必须实行严格的监管，而且还必须严格控制道德风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济水平得到更大提升。所有这些，他们认为，也提升了个体的经济自由度。

这一切看起来好像过于理论化了，其实不是。到目前为止，相当多的研究是把经济发展和金融体系的发展联系在一起。米什金在他关于金融全球化的书里总结了这部分内容。罗伯特 · 金（Robert King）和罗斯 · 列文（Ross Levine）在1993年出版的书中使用了80个国家的数据来说明，1960年拥有较发达金融业的国家在接下来的3年里经济发展更为迅速。[①]而诺曼 · 罗依茨（Norman Loayza）和索思顿 · 贝克（Thorsten Beck）在另一篇论文中则指出，如果发展中国家私人信用的规模增加一倍，则会带来两个百分点的经济增长。[②]关于这个问题，根据米什金的观察，在未来35年内可以使GDP增长一倍。在金融体系更为成熟的国家中，对外部融资活动依赖性较大的行业和公司能够实现更加迅速的发展。米什金也观察到了类似的现象："在金融体系较为发达的国家成立的新企业数量也较多。"[③]也有证据表明，金融发展的影响能够通过资本利用效率的提高更强烈地反映出来，这远比投资水平的提高体现得更为明显。金融体系在促使企业更为有效地利用资源方面起着更为重要的约束作用。这样的讨论也正好符合美国近年来生产力显著提高的事实。

金融的风险

金融的最主要风险就是危机。当"承诺的金字塔"开始倒塌，而所有一

---

① 金及列文的《金融及增长》（*Finance and Growth*），20世纪90年代关于该话题的论文被集结在世界银行的《发展的金融》（*Finance for Growth*）一书中。

② 列文及其他人的《金融中介及发展》（*Financial Intermediation and Growth*）。

③ 米什金在其《下一轮伟大的全球化》（*Next Great Globalization*）中引用了拉古拉迈 · 拉詹和路易吉 · 津加莱斯的《金融依赖及发展》（*Financial Dependence and Growth*），《下一轮伟大的全球化》已由中信出版社于2007年11月出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切看起来都处于令人害怕的不稳定状态时，危机就会出现。在这样的情形下，投资者急于提现，以至于降低了风险高或流动性较低的证券的价格，而且迫使金融机构缩短其资产负债表各种头寸的到期时间。

金融危机的历史与资本主义的历史一样长。[①]对于危机，有两种截然不同的观点：一种认为它们完全是市场上不负责任的行为造成的后果；另一种认为它们是政府实施干预时能力不足所导致。前一种观点指向了人类在过分贪婪和过分恐惧之间摇摆的倾向：首先是过度，然后是恐惧。后一种观点是指政府在提供风险担保时产生了扭曲。这些扭曲彻底地刺激了收益私有化和损失社会化的倾向。在缺乏政府严谨和广泛监管的情形下，实际结果只能是人们必须承担过度风险和巨额损失。当这些情况出现时，特别是在政府很明显无法履行其承诺时，结果往往就是恐慌。

现实的结论是两种观点都有道理：金融市场确实是充满风险的，因为需要面对各种挑战——信息不对称、逆向选择、道德风险、羊群效应等，不过政府的干涉往往使得这些挑战更加不安全。监管不利的金融市场在缺乏货币管制情况下将会特别危险。当通货膨胀高涨并变化莫测时，金融变成了短期现象，存贷款期限被频繁地改变，金融体系因此而更加不稳定。更进一步说，汇率政策的失误还将加重金融体系的脆弱性。

在第 3 章中我们会看到，在那些实行金融自由化而导致严重扭曲现象的国家中，往往会出现巨大而惨重的危机。这就是允许市场与政府展开“博弈”，从而出现可以预见的惨痛后果。因此，这里的关键是政府干预是增加稳定性而不是减少稳定性，这不容易做到。政府不应该为私人领域的风险提供无节制的担保。政府应该坚持透明原则。政府在提供保证金金和流动性担保时，应该防止被担保机构继续发生关联交易。政府应该确保倒闭机构的股东和管理

① 金德尔伯格及艾力伯：《疯狂、恐慌以及崩盘》，第 1~20 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层承担主要损失。没有任何市场和政府是十全十美的，因此危机也不可能完全消除。但是过去30年所出现的危机浪潮无论从何种角度讲都是史无前例的，它们不应该再次发生。

金融全球化的益处

“承诺的金字塔”在金融全球化时将如何运作？金融全球化带来的影响是有益还是有害的呢？答案看起来非常明显：两者都有。我们先看看益处，再对其风险进行分析。

全球化创造了一个竞争更加激烈的环境，降低了利润率并迫使企业寻求外部融资。这能够加强对企业的监管，也促使企业到处游说以建立一个更加有效、灵活和便捷的金融体系。对外资金融机构的开放将促进金融业的竞争，并提供本国与国际金融机构接触的机会。据世界银行观察，在20世纪90年代末期，2/3的发展中国家中银行业总资产不超过100亿美元，其余1/3则不超过10亿美元。2000年全球第15大银行的总资产为830亿美元。这个对比说明，在许多新兴市场经济体中，国内经济规模太小而无法支撑掌握现代技术且业务范围全面的金融机构的发展。这个论点强有力地支持了引入外国银行的理由，包括来自其他新兴市场经济体的银行。不过米什金补充说，外国银行的进入能否带来益处取决于竞争。要求外国银行参与到已经成型的卡特尔中去分享超额利润实际上毫无益处。

更加开放和具有竞争力的金融体系还能够推动国内立法水平的提高。[①] 这样的环境，给提升会计准则、优化法律体系（包括高效的破产处理制度）

① 科斯及其他人：《金融全球化是如何影响风险共担机制的？》（*How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing?*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及实施更有效的金融监管都施加了压力。另外，由于外资金融机构无法获得境内金融机构能够获得的内幕信息，因此它们也会力争提高透明度。

还有一个具有潜在价值的方面是金融自身的流动，不仅是外资金融机构的进入，国内公民可以将其财产多元化。这是更广泛的"监管竞争"概念的一个重要方面：坏政府或者说采取误导性政策（通货膨胀性金融和过度征税）的政府将会发现本国出现资本外逃的现象。参与到外国金融体系中也能够将风险在国内外进行分配，这既可以是个人也可以是整个国家的目标。不过，到目前为止只有拥有成熟金融制度的发达国家才能够掌握这些重要的潜在机会。

同时，外国资本的供应将降低国内经济中资本的成本。在正常情况下，拥有丰富资源的外国机构有助于提高金融体系的流动性。斯坦福大学的彼得 · 亨利（Peter Henry）经过研究认为：股票市场的开放使得红利收入降低了 2.4%，并使投资增长上升 1.1%，而每名工人的产出则提高了 2.3%。他得出结论：这些事实说明对于资本账户自由化的质疑毫无益处。"①

麻省理工学院的克里斯汀 · 福布斯（Kristin Forbes）关于资本管制对微观经济的影响得出了以下结论：

> 第一，资本管制会减少资本的供应，增加融资成本并导致更多的融资约束—特别是对于小型企业、无法进入国际金融市场的企业以及无法获得贷款的企业；第二，资本管制会降低金融市场和政府的市场纪律性，并降低资本分配的效率；第三，由于企业和个人企图降低资本管制成本甚至直接逃避资本管制，因而资本管制将扭曲他们的决策过程；第四，资本管制对于不同类型的企业和国家会造成不同的后果，这也体现出了对于经济体的不同程度的扭曲；最后，

① 亨利：《资本账户自由化》（*Capital Account Liberalization*），第 95 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本管制也非常困难，实施成本极高，甚至在机构声誉良好、腐败程度较低的国家也是如此。微观经济学研究表明资本管制具有渗透性并且常常会产生意想不到的成本。资本管制可不是免费午餐。①

英国曾是金融业对外资开放力度最大的国家之一。外国投资确实给它带来了巨大好处。但是现在从宏观经济学角度看，有关金融全球化带来益处的说服力并不强，IMF 的三份重要调查报告说明至少对于新兴市场经济体来说情况是这样的。大部分重要的实证研究都未能充分证明资本账户自由化对于发展具有促进作用，尽管我们承认大多数对发展起作用的因素都是如此。看起来存在金融机构质量的最低标准，当机构质量高于该最低标准时，金融全球化能够促进经济发展；而当机构质量低于该最低标准时，金融全球化则会带来损害。金融整合的益处显然远远高于直接物质收益，高于资本流入带来的直接效应，例如金融体系的发展、宏观经济的纪律性。由于这种种好处都是以间接方式获取的，因此将金融国际化的影响割裂开来是非常困难的。在缺乏相关基础支持条件的情况下，仓促地开放资本账户会延迟这些益处的实现，而且还会使国家由于资本突然断流而变得脆弱。尽管大部分国家还没有达到这一步，但是有一些发展中国家已经跨越了这些门槛。

与“第 22 条军规”②相类似，金融国际化会给一国的经济发展做出贡献，但是如果该国的金融机构未达到一定水平，自由化可能会对经济发展带来害处。所以，一般建议是一国在进行金融自由化之前把其机构的管理和运作水平提高到相应的发展水平，尽管自由化本身也应该帮助该国获得这样的发展。

不过，根据 IMF 研究人员的观点，人们对未来的金融自由化抱有更为乐

---

① 福布斯：《资本控制的微观经济学证据》（*Microeconomic Evidence on Capital Controls*）。

② “第 22 条军规”现在被用来形容任何自相矛盾、不合逻辑的规定或条件所造成的无法脱身或左右为难的困境。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观的态度有如下原因：第一，外国直接投资和其他非债务资本流动占了外部融资的很大比例，这种情况比债务流动更有意义而且风险较低；第二，现在政策和制度都有所改善，部分是因为第 3 章所提到的痛苦经历，这会推动更多的国家跨过门槛直接分享资本流动带来的益处；第三，20 世纪 80~90 年代的痛苦教训使得每个人都会同意采取所谓的“结合手段”，即“渐进和有序的外部金融自由化，结合在宏观经济框架内所实施的补充性改革措施，并把国内金融体系看做成功的自由化战略的基本组成部分。”①

金融全球化的风险

查尔斯 · 金德尔伯格后来认识到“不少风险都纯粹是国内的……而且有些国家并不会遭受可能影响其邻国的危机的危害……不过在大多数情况下，金融危机会从一个国家蔓延至另一个国家。”②这种情况发生的原因非常明了：

- 第一，各国市场是相连的，从商品到金融工具；
- 第二，预测一个国家可能存在潜在弱点，会增加对其他国情相似的国家的担忧；
- 第三，如果重要的政府在危机爆发时未能采取与外界预期一致的方法，会让人们怀疑在其他场合下它是否会有所作为；
- 第四，危机所引起的风险意识会传递至其他市场；
- 第五，对于风险索要高价或者是给信用较低的借款者实行信用定量配给等措施，会把之前简单的脆弱性转变为现实的风险，这是因为承

① IMF：《收获利益》（*Reaping the Benefits*）。
② 金德尔伯格及艾力伯：《疯狂、恐慌以及崩盘》，第 107 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺支付较高代价的借款人往往无意信守承诺（这部分我在第 3 章将会详述）。

马里兰大学的吉勒莫 · 卡沃（Guillermo Calvo）认为这些“突然的停顿”能够解释过去 20 年以来侵袭新兴市场经济体的多次危机。[1] 究其根本，恐慌是最主要的原因，因为投资者知道他们不掌握其财产所面临的风险。在这样的情况下，大量风险资产的价值会受损，国际资本流动被打断，还可能出现毁灭性的结果。很多（尽管不是所有的）经济学家现在都同意预期的转换会产生多重性的自我调整的均衡——无论结果好坏都是预期的直接结果。

有一个更重要的问题是：国际交易本身是否就包含了会导致危机的固有因素。答案是肯定的。最根本的原因是人们更倾向于信任对本国人所做出的承诺，大大高于对外国人所做出的承诺的信任。这部分是因为人们对其所在经济体的了解，以及对同胞的了解往往多于对外国经济体的了解，而且外国与本国情况越不同，这种情形就越严重。但是，这种天然的倾向往往为发展中国家富人的更为强大的倾向所抵消：他们对于发达国家的机构行为的信任常常大大超过其对本国的信任。他们认为政府是骗子而其机构会倒台，而他们往往是对的。新兴市场经济体政治独裁和民粹主义的特征既是这些猜疑的原因又是其结果。

在国际金融交易中，政府永远都是隐蔽或公开的合作伙伴。它们决定一国的汇率或宏观经济政策；它们决定一国的财政和货币政策；它们决定本国是否实行外汇管制。甚至当外国人很信任一国国民时，外国人对这个国家政府的信任度也可能非常低，因为后者往往无须外国人的支持以掌握政权。倾向于违约的政府也更有可能对外国人违约，或者征收它们的财产。阿根廷过去 10 年的表现就是极好的例子。

---

① 卡沃：《资本流动及资本市场危机》（*Capital Flows and Capital-Market Crises*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果政府根本无法提供具有稳定购买力的货币，那么货币基本上就是无能的金融政策的副产品，这会使国际金融体系非常不安全。在本国货币不可靠的国家里，人们往往坚持持有外国货币。外国货币的储蓄增长甚至迫使国内金融机构使用外国货币提供贷款。就如卡沃强调的，这会使经济在汇率变动时极端脆弱。在一个明显的盯住汇率制度（政府将本国货币与他国货币或一揽子货币的汇率保持固定）下，当本外币贷款出现较大利差时，这种风险就会产生。许多借款人预计央行将维持盯住汇率而成功地进行了投机，但同时也产生了贬值所带来的巨大脆弱性。这样的倾向在 1997~1998 年的亚洲金融危机中非常明显。

更为重要的可能性是政府无法成为外国货币的最终贷款人。如果有必要，国内风险可以通过政府开动印钞机得到解决，当然高通货膨胀也会随之而来。但是，如果没有国际救援，外币贷款可能遭受直接违约风险，这不仅指政府也指借款个人。政府违约或者个人违约，最坏的时候是两者都违约，对产权可信度造成的毁灭性后果往往比通货膨胀还要严重，尤其是在破产制度不发达的国家。

令人吃惊的是，现有的实证研究并不支持金融整合会增加风险的观点。但是这几乎是毋庸置疑的，因为最容易招致风险的国家，就是那些先进的、在金融方面很开放的国家。而且可以预见，在这些开放金融账户的国家中，拥有相对较差政策和制度的国家更容易遭受风险。门槛效应在这里也有所体现：瑞士的开放并没有任何风险，而韩国的开放则有所不同。对于 20 世纪 80 年代和 90 年代频发的金融危机的最好解释可能就是：那些政策和制度不太成熟的国家（甚至被诱惑）走上了金融自由化道路。

结论非常简单，就像美国前任财政部长劳伦斯 · 萨默斯说的：国际金融带来了巨大的利益和风险。国际金融风险在本质上是对任何金融体系固有风险的集中和放大。当金融进入新兴市场经济体时，这一切会变得更加严重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为这些经济体的管理水平相对低下，公共财政比较虚弱，透明度低，腐败更严重，还存在更多的关联交易，法律体系也更虚弱，产权保护也不力，对于银行的依赖性更强，简言之，它们拥有更低的道德风险水平、逆向选择以及其他风险。而外国投资者在考虑收益的同时，将安全性放在第一位，相比较而言，风险是显而易见的。我们在第3章将会看见预想的事情的确发生了。金融自由化的时代成为危机时代，而其种种结果仍然在影响着世界经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第3章　全球化背景下的金融危机

自由市场体系已经崩溃，而且这种崩溃是灾难性的。[1]

——马哈蒂尔·穆罕默德，马来西亚首相

① 穆罕默德：《反冲开始》（*A Backlash Begins*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 银行体系的债务其实是另一种形式的公共债务：银行业将收入私有化，而一旦损失大到足以抵消其资产，甚至有时在此之前，它就会将这些损失社会化。

◆ 新兴市场经济体从20世纪80年代末期开始积累储备。显然它们并没有分享国外私人投资者的狂喜，而且，事实证明它们不这么做是正确的。

◆ 商业银行家是危险的：它们提供短期信贷却无力承受巨额损失。当他们察觉到风险加剧时，他们就会把钱撤出来，由此对他们放贷的经济造成破坏性的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们身处一个金融混乱的时代。查尔斯 · 金德尔伯格晚年论述危机的经典著作（编者是芝加哥大学商学院的罗伯特 · 艾力伯）论述精辟：

从资产价格的变化、货币价值的变化，以及自 20 世纪 60 年代中期以来银行危机的次数和严重程度得出的结论是：历史的经验教训早就被遗忘或轻视了。在国际货币史上，就金融危机的数量、范围和严重性而言，那些年代是最动荡不安的。比起之前的任何阶段，国家银行体系在这段时间崩溃的次数是最多的；日本、瑞典、挪威、芬兰、泰国、马来西亚、印尼、墨西哥（2 次）、巴西和阿根廷的银行贷款损失占其资产的 20%~50%。在一些国家，纳税人直接或间接支付满足存款保证金的费用占到了国家 GDP 的 15%~20%。这些国家里大多数贷款的损失比 20 世纪 30 年代美国经济大萧条时期还要严重得多。[①]

原因非常简单：20 世纪 50~60 年代，与外界隔绝和受压抑的金融自由化

① 金德尔伯格及艾力伯：《疯狂、恐慌以及崩盘》，第 241 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致了重重危机，往往都非常严重。这些危机由于金融体系和宏观经济政策的相互作用而被放大，尤其是宏观经济政策中的汇率制度安排以及货币和财政政策影响特别深远。大多数最严重的危机以及所有被证实无法为国内权威所掌控的危机都是发生在新兴市场经济体中，无法控制的原因主要是它们都背负大量外债。

本章将讨论哪些地方出了问题，尤其是在新兴市场经济体的金融体系中。本章开始列出了自由化过程中犯下的 12 个基本错误；之后，将审视危机的爆发频率和成本，以及它们是如何发生的（幸运的是我们现在比当时有更清晰的认识）；最后，扫视了危机的遗留问题。本章为第 4 章作了铺垫，后者将深入阐述新兴市场经济体的危机如何开始进入我们现在这个“全球失衡”的世界。

各种错误的清单

为什么这些危机的规模如此之大？这里列出了所谓的第二次全球化的 12 个特征来解释危机的影响：

1. 自由化使金融机构、投资人和监管者置身于一个完全陌生的环境，甚至在那些相对成熟和先进的国家（例如日本、瑞典、美国）也是如此。这种陌生感使它们易于犯错误，就像它们应该这么做似的。

2. 政策制定者和投资人完全不理解各机构根本没有能力来承担金融部门或央行决策所产生的各种责任。不仅公共部门的银行机构是这样，很多私人机构也同样如此。

3. 在许多国家里，金融体系仍然是在大量心照不宣的规章或在没有赢利压力与风险的情况下运行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 很多国家的法律体系仍然不健全，产权保护没有效力，而且破产程序几乎不存在。

5. 许多国家对金融业或明或暗的政府保障实际上都是没有限制的。

6. 对投资人（或监管者）而言，实施管制很难，因为这么做要求对于金融体系（含账外和海外交易）、官方储备（含期货交易）、公共财政（含或有负债）和非金融企业界的资产负债表（含外币风险）正在发生什么都要有所了解。

7. 外资的输入鼓励政府、企业和家庭大量依靠外资，特别是借款金额比以前大大提高并承担很多的风险，这种情况在新兴市场经济体内非常突出。

8. 对新兴市场经济体中公共财政廉洁性及其货币购买力稳定性的不信任，催生了对与指数挂钩的金融的严重依赖，或者更糟糕的是对外币贷款和借款的依赖，外国人几乎完全不愿意用新兴市场经济体的货币来放贷，这是一种被某些经济学家称为“原罪”的现象。这种不情愿产生了资产负债表上的大量货币错配，以及随后随着汇率大幅波动而产生的极度脆弱性。

9. 过度举债在整个经济层面上表现为经常账户巨额赤字、财政赤字或私营经济债务融资的繁荣，这些都加剧了投资者信心的摇摆不定，因而改变了资金供应的格局。

10. 尽管大多数新兴市场经济体以及许多西欧的小规模发达经济体仍然不愿接受自由浮动汇率，它们对于盯住汇率的承诺其实也很弱——这是在世界主要货币之间汇价剧烈波动时一个几乎不可避免的后果。这些盯住汇率制度给外币贷款和借款造成了一种安全的假象，但这不是事实。

11. 在新兴市场经济体中，机构不发达、自由金融市场经验不足、有技能和经验的人才匮乏、政府效率低下并且腐败、规章制定者贿赂成风、内部交易和关联交易等行为泛滥，上述所有这些几乎无可避免地被印证为新兴市场经济体中最突出的风险。一言以蔽之，这些都是定义“新兴”市场经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济体的特征。

12. 最后，所有这些使全球金融体系自由化的特征极大地放大了金融市场惯性趋势的规模和负面影响，而这些惯性趋势在充满贪婪和恐惧的金融市场上是固有的。

所以，实际上新型自由化和全球化的金融体系肯定会一再发生问题。而且当危机发生时，它们造成的损失和采取补救措施的财政成本都是惊人的。

危机的发生和成本

2001 年，世界银行估计在 20 世纪 70 年代末期至 20 世纪末叶有 93 个国家发生了 112 场系统性的银行危机。[①]发生一场危机有可能是运气欠佳，但发生 112 场危机肯定就是极度粗心大意的后果了。实际上，这些数据能够表明某些国家很不小心，发生了不止一场危机。读者可能毫不惊讶地发现阿根廷就正在从过去 25 年中的第三场银行危机中振兴，它是一个公认的极端的例子。显然，银行业的灾难不是间歇性发生的，它们一直萦绕着我们。

加州大学伯克利分校的巴里 · 艾成格林（Barry Eichengreen）和罗格斯大学的迈克尔 · 博多（Michael Bordo）所作的另一项研究，对 1973~1997 年间新兴市场经济体发生的 95 场危机和高收入国家发生的 44 场危机进行了分析。[②]在新兴市场经济体发生的危机中有 17 场是银行危机，57 场是货币危机，还有 21 场是“双重危机”，也就是货币危机和银行危机的结合。在高收入国家发生的危机中有 9 场是银行危机，29 场是货币危机，还有 6 场是双重危机。总体而言，在这短暂的 24 年间，发生了 26 场银行危机、86 场货币危

① 世界银行：《发展的金融》，第 75 页。
② 艾成格林和博多：《不时发生的危机》（*Crises Now and Then*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机和 27 场双重危机。“相对于 1914 年前的金融全球化时代，现在危机发生的频率是那个时代的两倍”，但总体而言这些危机并没有更加严重。[①]

最让人沮丧的是“二战”之后的几十年和最近几十年的对比结果。1945~1971 年间，一共发生了 38 场危机，其中仅有 7 场双重危机。在此期间，新兴市场经济体没有经历过一场银行危机，只发生了 16 场货币危机和 1 场双重危机。而在 1973~1997 年间，一共发生了 139 场危机。[②]

简言之，金融自由化的时代就是危机此起彼伏的年代。而且，认为只有“不重要”的国家才受危机影响的想法是错误的。美国登上榜单是因为 1980 年的存贷款危机。由于 20 世纪 90 年代最严重的银行危机，日本也深受影响。但是这两大经济巨人由于其政府拥有良好的信用而能够很轻易地控制好自己的危机。

不过，事态的进展让经济学家大跌眼镜。绝大多数习惯于思考汇率和宏观经济政策的宏观经济学家不会了解一个自由化的金融体系可能陷入的麻烦，尤其是在借外债的时候。他们不知道私人非金融部门使用外币借款会导致大规模的破产，包括金融体系自身的破产。他们不知道在这些情况下，汇率和私人部门偿付能力之间存在着可怕的互动。总而言之，他们不知道这些互动使政府的货币政策决策自由度受到限制。在其货币开始贬值后，政府面临两个致命的选择：要么提高利率，寄希望于将汇率维持在高位以帮助那些欠下巨额外债的企业，但是却会摧毁本币杠杆较高的企业；要么降低利率，允许货币贬值，帮助那些背负本币债务的企业，却将那些深陷外债的企业置于绝境。

20 世纪 90 年代末期以前，大部分对国际宏观经济学感兴趣的经济学家对于金融的思考相对较少，而大多数对金融感兴趣的经济学家对国际宏观经

---

①② 艾成格林和博多：《不时发生的危机》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济学一无所知。IMF 自身在宏观经济方面的表现强于金融方面。存在这样的空白并不意外：直到 20 世纪 90 年代，汇率或公共债务危机才成为新兴市场经济体中私人部门金融危机的关键因素。20 世纪 80 年代初期智利发生的危机是一个例外，这场危机具备了 90 年代才为人们所熟悉的危机的几个特征——不规范的金融体系、严重的经常账户赤字、巨额的外债，最后就是崩溃的汇率迫使大部分外债高筑的私人企业破产。而且在 80 年代开始的自由化时代来临之前，因为金融受到严格的规范管理，国内金融危机非常罕见。60 年代我研究银行业的时候，不仅以现在标准为基础的金融经济学还处于初级阶段，而且整个行业破产的可能性甚至从未被考虑过。

危机的成本是相当可观的，而且都是由纳税人来埋单。事实上，这些经历的教训之一就是银行体系的债务其实是另一种形式的公共债务：银行业将收入私有化，而一旦损失大到足以抵消其资产，甚至有时在此之前，就会将这些损失社会化。根据世界银行研究人员在 2003 年建立的超级数据库，自 20 世纪 70 年代末期以来，在 93 个国家发生了 117 场系统的银行危机（耗尽了银行体系大部分或全部资本）。[①]如图 3.1 所示，其中 27 场危机所花费的财政成本相当于或超过了 GDP 的 10%。换言之，它们涉及的公共债务等于 GDP 的 10%，其实成本经常会比这高得多。

成本最高的危机是 1997 年后发生在印尼和 80 年代初期发生在阿根廷的危机，花去了纳税人 GDP 的 55%。把这些数字放在美国的背景中，GDP 的 10% 就意味着该国的负债一下子多出了 1.2 万亿美元。这些损失是惊人的，但也不是所有危机的代价都这么巨大。例如，美国的储蓄借贷危机“仅”花费了 GDP 的 3%。而且不是所有的危机都是国际性的。但是很多国家在 20 世纪 80 年代和 90 年代确实都经历过成本高昂的金融危机。

① 卡普里奥和克林格比尔：《系统性及边界危机》（*Systemic and Borderline Financial Crises*）；卡普里奥及其他人：《银行危机数据库》（*Banking Crises Database*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

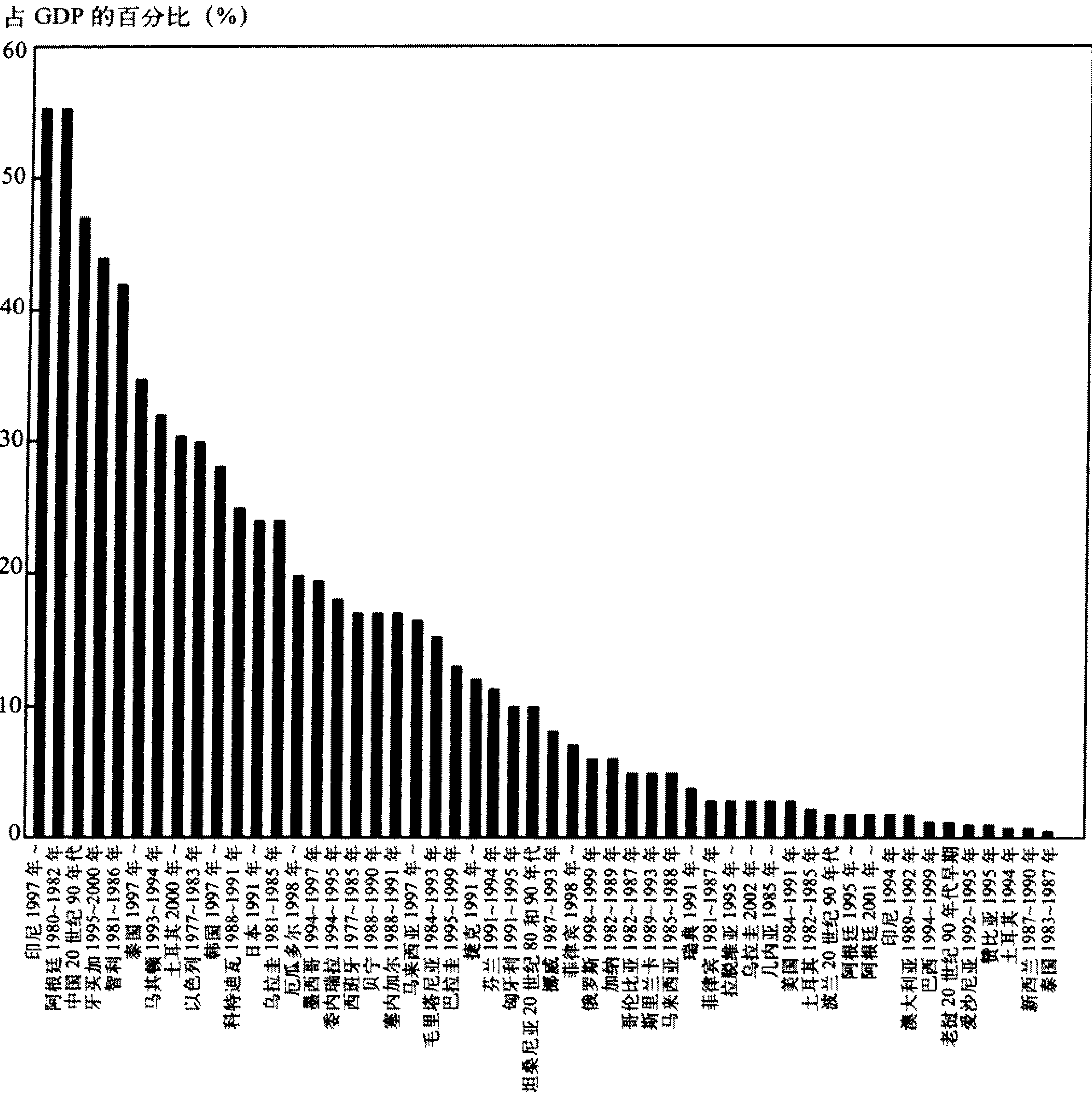


图 3.1　经济危机的财政成本

资料来源：卡普里奥和克林格比尔（2003）

注：列出的是财政成本超过 GDP10% 的国家

这些国家遭受的损失并不仅仅是财政上的，除此之外，几乎总会有巨大的生产产出的累积损失。世界银行数据表明：47 个国家在金融危机中损失了其 GDP 的 10% 或更多的产出。即使研究者采用了保守的计算方法，其中的一些损失也是巨大的。在图 3.1 中列出的年份中，日本遭受的总损失为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其 GDP 的 48%；智利为其 GDP 的 46%；泰国为其 GDP 的 40%；印尼为其 GDP 的 39%；马来西亚为其 GDP 的 33%；菲律宾为其 GDP 的 26%；丹麦为其 GDP 的 24%；芬兰为其 GDP 的 21%；韩国为其 GDP 的 17%。[①]

通向危机之路

那么为什么这些成本高昂的危机会发生，而它们又是如何发生的呢？在弗雷德里克 · 米什金论述金融全球化的书中，他声称这些危机通常是至少一个或两个基本错误的产物：管理不当的自由化（包括管理失当的全球化）以及无序的财政（通常导致通货膨胀）。[②]

美国的储蓄借贷危机是国内自由化管理不当的绝佳例证。更普遍的现象是，在某种程度上全球化也难辞其咎，这绝不仅仅是因为新金融体系被纳入世界经济为本国居民和外国人犯下新错误提供了各种机会。无序的财政也是金融萧条的一个主要原因，而不仅仅是因为没有清偿能力的政府面临无法抵抗的诱惑而使它们的银行充满呆账：2001 年的阿根廷就是这一负面的绝佳例证。无序的财政是造成长期通货膨胀的最重要原因，而这种通货膨胀反过来又是外币替代日益贬值的本币（美元化或欧元化）最普遍的推动力。虽然这种防御机制是可以理解的，但却解释了双重危机的致命本质。

米什金描述了对新兴市场经济体破坏巨大的双重危机的四个形成阶段：

---

① 此类损失根据 IMF 的统计方法进行预测：用危机前实际 GDP 的增长水平与危机持续的年份中的增长水平进行对比，直到该增长重新达到危机前的水平。产量方面的损失则是指在趋势增长率重回正常水平前的这些年中实际增长率与趋势增长率之差的总和。 有人可能会认为这应该仅指当 GDP 重新达到趋势水平而并非指趋势增长率达到趋势水平。也就是说，损失应该指在实际 GDP 重新达到 GDP 趋势水平时（如果能达到的话），每年的实际 GDP 与 GDP 趋势水平之差的总和。

② 米什金：《下一轮伟大的全球化》，第 49~68 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融自由化、货币危机的前奏、货币危机，最终就是全面金融危机。让我们逐一审视这些阶段：

第一阶段是金融自由化（或只是财政的无序）。让腐朽的银行体系自由化会产生什么后果？我们看到自由化之后的金融就如同加大拉的猪群[①]一样冲下了悬崖：过多的风险由没有经验的金融机构承担，更糟糕的是由那些和债权人关系太过紧密的机构来承担；[②]天真、能力不足、低收入、腐败的立法者执行无效的规章制度；政府承担道德风险；[③]外汇资金可以轻易获得以至于推动贷款快速增长。然后，不断增加的损失导致借款的减少；银行倒闭的效应通过银行间市场或大客户的破产牵连到健康的银行；银行贷款更加收缩。最后，管理上的放纵允许银行承担更多的风险，用纳税人的钱为重整旗鼓"放手一搏"。

经济体系的各个方面都表现很好的韩国为我们提供了一个精彩的例子。[④]1997~1998 年该国的危机显示了当一个金融体系自由化的时候，金融崩溃会有多么危险。到 20 世纪 90 年代，由政府作后台的韩国大企业集团已不再赢利，但是这并没有阻止它们贷款；相反，政府坚持让它们继续扩张。所以，即便挣不到一分钱，它们也不得不贷款扩大规模。问题是它们能从哪里贷到款呢？答案是：国外。当时韩国还放开了外币兑换。实际上，这是其成为经济合作与发展组织（OECD）成员国的一个条件（加入 OECD 已经变成金融危机的前提，想想墨西哥或捷克）。所以，韩国的公司和银行还是从国外贷款。

---

① 加大拉的猪群，出自《圣经 · 马太福音》，耶稣赶鬼入猪群，结果猪群闯下山崖落海而死。——译者注

② 在银行被其债务人控制时，债务人有很强的动力对银行的债权人以及监管机构隐瞒银行资产负债表的真实状况。监控此类利益冲突几乎是不可能的。

③ 根据世界银行的研究，在 20 世纪 80 和 90 年代遭遇系统性危机的 32 个国家中有 24 个国家为其银行业提供了担保。见克莱森斯及其他人所著的《系统性金融危机》(*Systemic Financial Crises*) 第 6 章，附表 2。

④ 韩国金融危机的故事在米什金所著的《下一轮伟大的全球化》中有所描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人人都知道韩国经济取得了巨大的成功，它成为过去30年世界上最具活力的经济体之一。为什么不把钱借给它呢？它们真的这么做了，惨痛的后果在1997~1998年使整个世界有目共睹。

第二阶段是货币危机的前奏。国外较高的利率影响了信贷质量：这一过程使得现金流减少，投资和经济活动也同时减少；然后，贷款成本越来越高，反而促使对贷款有更大需求。银行甚至对运营良好的公司都削减了贷款，不再相信这些公司会明智地进行投资。公司破产或政治混乱导致更大的不确定性甚至恐慌。降低了的资产价格破坏了良好的偿债能力，特别是在房地产业，因为房地产公司抵押它们拥有的土地和建筑物而获得大量贷款。

随着经济条件恶化，道德风险和逆向选择日益严重。一家公司的资本越少，承担风险的动力就越大，因为没有什么可损失的，还可以获得更多的利益。金融机构面对一大批公司的贷款请求，而这些公司可能根本就不打算到期还款。这就是逆向选择：那些许下千金承诺的人恰恰是最不会遵守诺言的。因此，理智的银行会随着经济条件日趋艰难而缩减银行贷款。当然，那些被担保的银行没有多少资产是自己的，它们可能并不去缩减贷款规模。这说明了巨额不良贷款如何累积，最终损害纳税人利益的。

第三阶段是货币危机。本国居民和外国投机者开始抛售货币，放贷者停止放贷，而短期贷款人（主要是商业银行）把它们的钱撤离。这就是经济学家所谓的“突然停止”。然后政府处于毫无选择的境地：如果提高利率支持货币，那么这将削弱企业的偿还能力并恶化危机；如果不提高利率，那么货币可能崩溃，彻底摧毁很多拥有巨额外债的公司和银行。投机者面对的是一件“确定的事情”，因为货币只能朝一个方向移动。高额的财政赤字也会削弱银行的力量，因为各种违约情况在逼近，而且高额赤字也会致使投机者出逃寻求生路。

最后，由货币危机引发的全面金融危机在第四阶段到来了。在有通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀和违约历史的国家中，贷款一般都是短期并且以外币结算的。由于家族所有制以及外部股东普遍得不到善待等原因，公司的股本规模往往都非常小。当利率飙升而货币暴跌时，一场严峻的危机产生了。生产非贸易品而又背负外债的公司频频被逐出市场。与之相比，外向型企业的情况可能要好得多，这也是韩国为什么能够迅速从危机中恢复的原因之一。但是大批企业的破产蔓延到原先信誉良好的公司和银行。一桩桩破产实例给破产程序不完善的国家造成了严重的打击，其后果就是一大批“僵尸”企业的出现。理智的人不会把钱借给破产公司。国内信贷停滞，通货膨胀随着货币的暴跌而迅速攀高。忧心忡忡的外国投资者开始回避其他一些需要借款的国家，因为这些国家在他们看来也处于相似的处境。

资本流动和系统性金融危机

类似的故事是如何在过去 20 年里遍地开花的？全球资本市场飘忽不定的表现是这个故事的中心元素。因为这不是某一个陷入困境的国家的故事，而是涉及全球的资本浪潮。我通过三个主要事件来强调这一点：20 世纪 80 年代的拉美债务危机，1994~1995 年始于墨西哥并蔓延到拉丁美洲的所谓“龙舌兰酒危机”，以及 1997 年 6 月始于泰国并波及东亚、俄罗斯（1998 年）和巴西（1999 年年初）的危机。这些系统性危机如此重要，主要在于它们的长期影响，而且也是因为它们发生时毫无先兆。[①]与之相比，2001 年的阿根廷危机就被预计到了，所以没有产生全球性的影响。2001 年的土耳其危机也被

① 何为系统性金融危机？世界银行将它定义为大量或者所有银行的资本枯竭。在国家层面上，这是一个合理的表述方式，因为在这种情况下，该国的银行系统已经处于破产状态并且需要政府直接干预。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视为一个没有造成国际影响的特例。

本书所述故事的最重要一点是新兴市场经济体的危机都有巨大的宏观经济影响。尤其是国外资金流入时，这些国家会产生高额的经常账户赤字。但是当资金再次流出，它们必须快速转化为经常账户盈余或顺差。这些转化的经济成本是很高的。如果要减少经常账户赤字，与国内产出相对的国内支出必须要减少。根据定义这是正确的，因为经常账户相当于累积支出和产出的差。这非常明显：如果一群人的消费支出要高于从他们的产品和服务上得来的收入，他们必须从其他地方获得贷款或投资以补上支出大于收入的差额。[①]

国内支出减少的时候，非贸易品的产出也会自动降低，服务业和建筑业就会遭受特别严重的打击。为了抵消非贸易品在活动和就业层面上大幅萎缩所造成的影响，并且同时改善经常账户的状况，贸易品的产出，尤其是出口产品需要增加。这里需要的是给予生产贸易品更大的鼓励。只要提高贸易品的价格就可以达到这一目的。贸易品和非贸易品价格之比就是真实的汇率。所以，需要的是真实汇率的贬值。这些对整体经济产生的影响——相对价格的下降和变化——是痛苦的。不幸的是，如同人们即将看到的，金融危机产生的恰恰就是痛苦。

位于华盛顿的国际金融研究所提供的图 3.2 显示，新兴市场经济体收支

① 国际收支差额是指货物进出口之间的差额。非货物服务（指除劳动力和资本之外的服务）的贸易差额是指非货物服务（例如管理咨询、法律服务、教育或者旅游）进出口之间的差额。货物与服务贸易差额是指货物与非货物服务贸易差额的总额。收入差额被称为货物服务差额。国际收支差额被称为国际非货物服务收支差额。非货物服务流入是指居民通过其境外工作或境外资产（例如分红、利息、租金或直接投资）获得的收入。非货物服务流出则指外国人在本国赚取的收入。经常转移是指从外国人处获得的捐赠与对外国人所作捐赠之间的差额。汇款被作为一种转移（捐赠）看待，而非劳动力所得。从政府处获得的捐赠（援助）也属于转移。经常账户就是货物和服务所得、非货物服务以及转移支付三种余额的总额。经常账户是净资本流入——即外国居民（包括外国政府）购买国内资产减去本国居民（包括本国政府）购买外国资产的差。从理论上说，经常账户赤字与资本账户盈余应该相等。在本书后面的讨论中，资本账户是经常账户的驱动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总差额的情况清晰明了。在 21 世纪最初的 10 年中，经常账户差额已经经历了两个巨大的经济周期，最后以获取巨额盈余结束。新兴市场经济体已经集体成为资本的提供者而非进口者。如同我们将看到的，它们有很好的理由这么做，但这对全球国际收支差额造成了重大的影响。

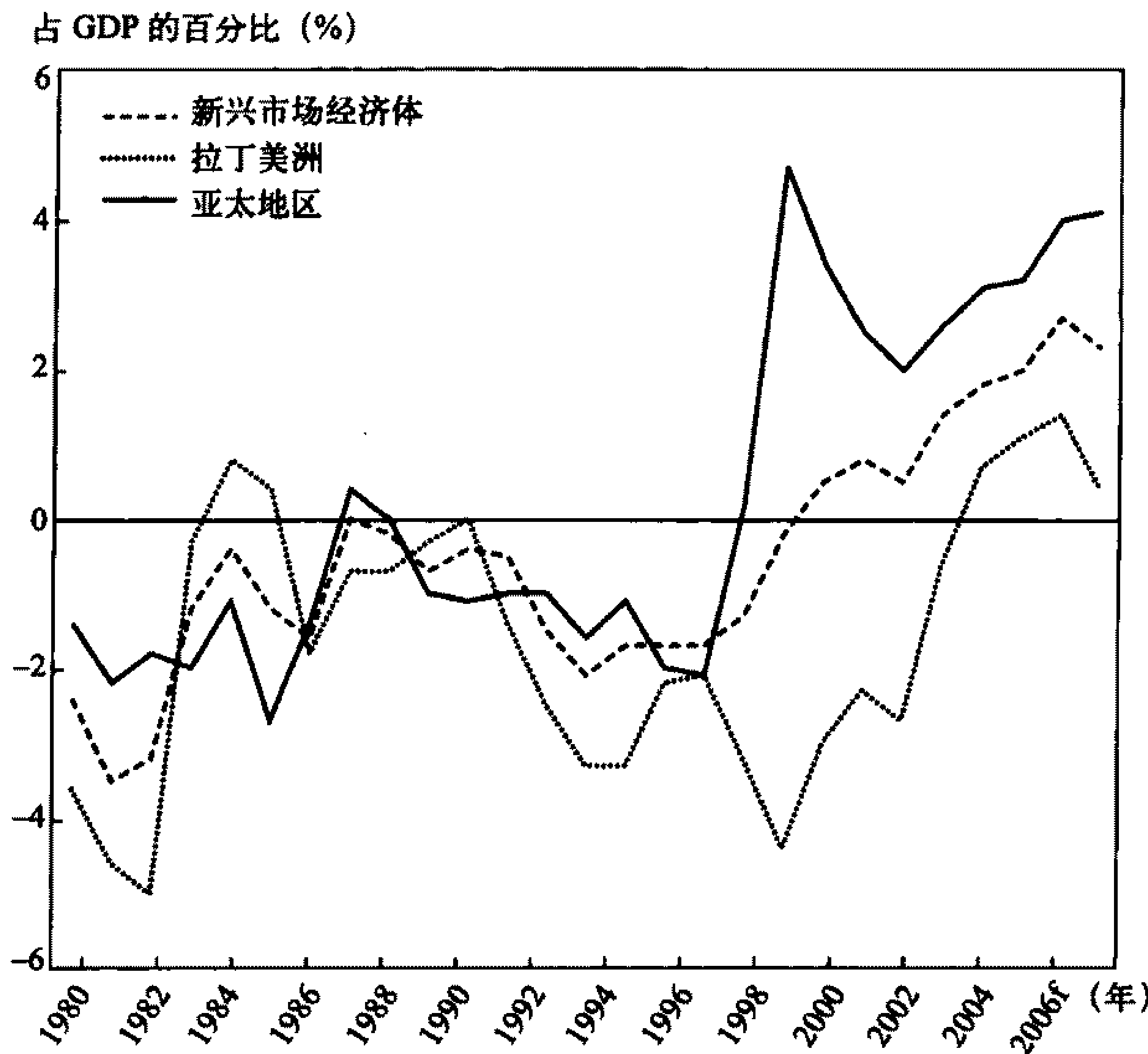


图 3.2　经常账户余额

资料来源：国际金融研究所
注：f 指预测

在 20 世纪 80 年代初期，新兴市场经济体出现巨额经常账户赤字，它们能够维持支出大于其收入的情况。当时的石油盈余“环流”让这件事成为可能。赤字在拉丁美洲尤其巨大，在 1982 年它的新兴市场经济体维持着相当于 GDP 的 5% 的累积经常账户赤字。对于整个新兴市场经济体而言，当年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的赤字相当于 GDP 的 3.2%。然而，对于亚洲的新兴经济体而言，赤字仅占 GDP 的约 2%。

接下来，20 世纪 80 年代的债务危机就到来了。危机开始于 1982 年，墨西哥宣布其即将违约。1983 年，拉丁美洲的赤字缩减为 GDP 的 0.3%，占整个新兴市场经济体的 1.2%。1984 年，拉丁美洲的新兴市场经济体经常账户盈余为 GDP 的 0.8%。把这个放在美国的背景下，1982~1984 年仅仅 2 年内美国的赤字缩减了 7 000 亿美元。如果是在美国身上发生这样大的经常账户变化，一定会伴随着深度的衰退。拉丁美洲的情况也是如此。1982 年，拉丁美洲新兴市场经济体的 GDP 萎缩了 1.1%，随之而来的是 1983 年 GDP 又下降了 2.5%。1981~1983 年，总资源的消耗量——总支出的一个测量指标——降低了近 8%，随着经常账户盈余超过 GDP 的 4%，而 GDP 本身累计下降了 3.5%。

1983~1991 年，新兴市场经济体作为一个整体基本达到了收支平衡。接下来出现了向新兴市场经济体慷慨提供融资的第二阶段。而且这一次亚洲也深陷其中。截至 1996 年，新兴市场经济体累积经常账户赤字占其 GDP 的 1.7%。拉丁美洲和亚洲国家的经常账户赤字都占其 GDP 的 2.1%。随之而来的就是东亚金融危机。截至 1998 年，亚洲国家的累积经常账户盈余占 GDP 的 4.7%，在 2 年中发生了惊人的 6.8% 的逆转。同时，亚洲新兴市场经济体的累积 GDP 增长从 1996 年的 8% 跌至 1997 年的 5.8%，而在 1998 年复苏之前仅为 0.2%。此时此刻，拉丁美洲在赤字中陷得更深。但是这一趋势在 1998 年到了顶峰，当年经常账户赤字占 GDP 的 4.4%，之后迅速转为盈余（而且 GDP 增长从 1997 年的 5.8% 跳水至 1999 年的零增长）。总体而言，新兴市场经济体从 1999 年起就开始出现经常账户盈余了。2005 年亚洲盈余达到 GDP 的 4%，拉丁美洲盈余达到 GDP 的近 3%。

这个世界经历了新兴市场经济体中经常账户赤字的两次巨大波动。第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次发生在 20 世纪 70 年代末期和 80 年代初期，这次波动导致了重大的危机。第二次也是更大的一次波动发生在 90 年代中期，导致了一场更大的危机。然后，新兴市场经济体有效地控制住了局面。从那时起，它们基本维持经常账户盈余。

造成金融方面起伏变化的直接原因是私人部门资金流通的极大反常（见图 3.3）。在很长一段时间里，私人部门对新兴市场经济体持非常乐观的态度，但随之而来的是一种十分恐慌的情绪。在 1998 年跌至 1 350 亿美元和 2002 年的 1 120 亿美元之前，流入新兴市场经济体的累计私人净资本从 20 世纪

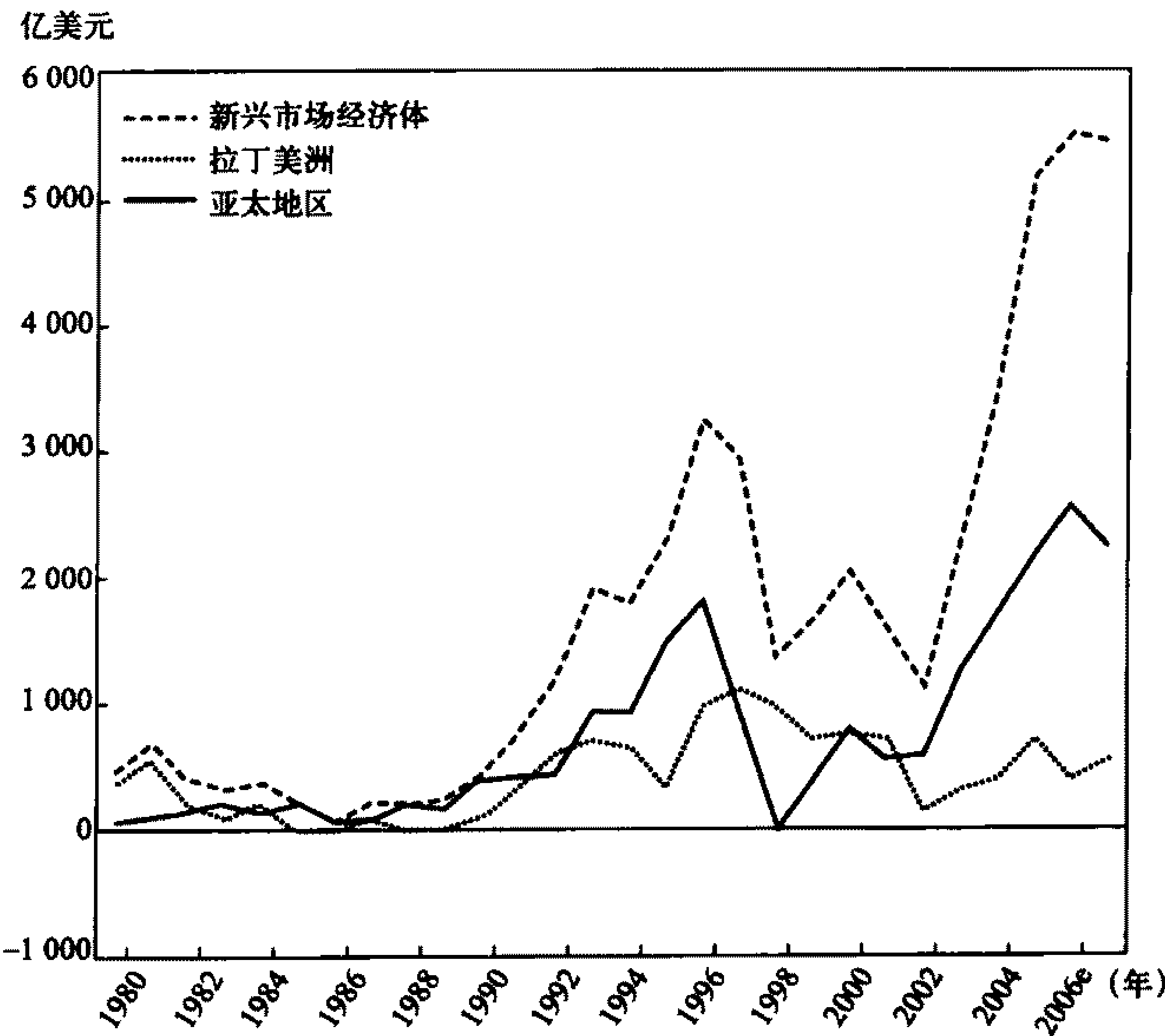


图 3.3 私人净资金流

资料来源：国际金融研究所

注：正向流入，e 指预计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80 年代末期的近乎于零上升为 1996 年的 3 240 亿美元，然后又在 2005~2006 年猛蹿至 5 000 多亿美元。在它们跌至 1998 年的 –2 亿美元之前，流入亚洲新兴市场经济体的私人净资本从 1991 年的 430 亿美元升至 1996 年的 1 800 亿美元。然后开始再次攀升，在 2004 年和 2006 年分别达到 1 660 亿美元和 2 540 亿美元。但是，正如下文所要阐述的，这一次新兴市场经济体的反应大为不同：它们拒绝接受流入的资本。基本上钱从哪里来它们就把钱送回哪里去，而同时又保持它们的经常账户盈余。新兴市场经济体在抵制巨额资金流入所造成的必然结果——经常账户赤字。它们抵制资金流入有一个很好的、可以理解的理由：经常账户赤字就意味着危机。

现在我们来看看整个新兴市场经济体的净资本流构成（见图 3.4）。本图指出了这个状况中的三个核心元素：

1. 私人资本是占主导地位的资金来源，同时具有高度不稳定性。

2. 本国居民的净资本流动常常是一场即将到来的危机的先兆，因为本国居民比外国投资者更清楚哪里出问题了。

3. 新兴市场经济体的政府现在对风险深有察觉，正在将它们国家来自资本流入和经常账户收入的所有外汇储备起来，这个规模达到了惊人的每年 6 000 亿美元（图中的负号代表储备积累）。

新兴市场经济体从 20 世纪 80 年代末期开始进行储备积累。显然它们并没有分享国外私人投资者的狂喜——而且，事实证明，它们不这么做是正确的。但是在最近几年，它们不准许大笔私人净资本简单流入，而是利用这些资本，帮助产生巨额经常账户盈余。巨大的私人净资本流入和储备积累的结合对世界经济来说已经变得十分重要（见图 3.5）。在本质上，这是政府在“循环”其经常账户的盈余和私人部门的资本：正如我所说，新兴市场经济体在吸引资本，但并不吸入。

各种形式的私人资本表现如何？最让人担心的是哪一种？答案如图 3.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

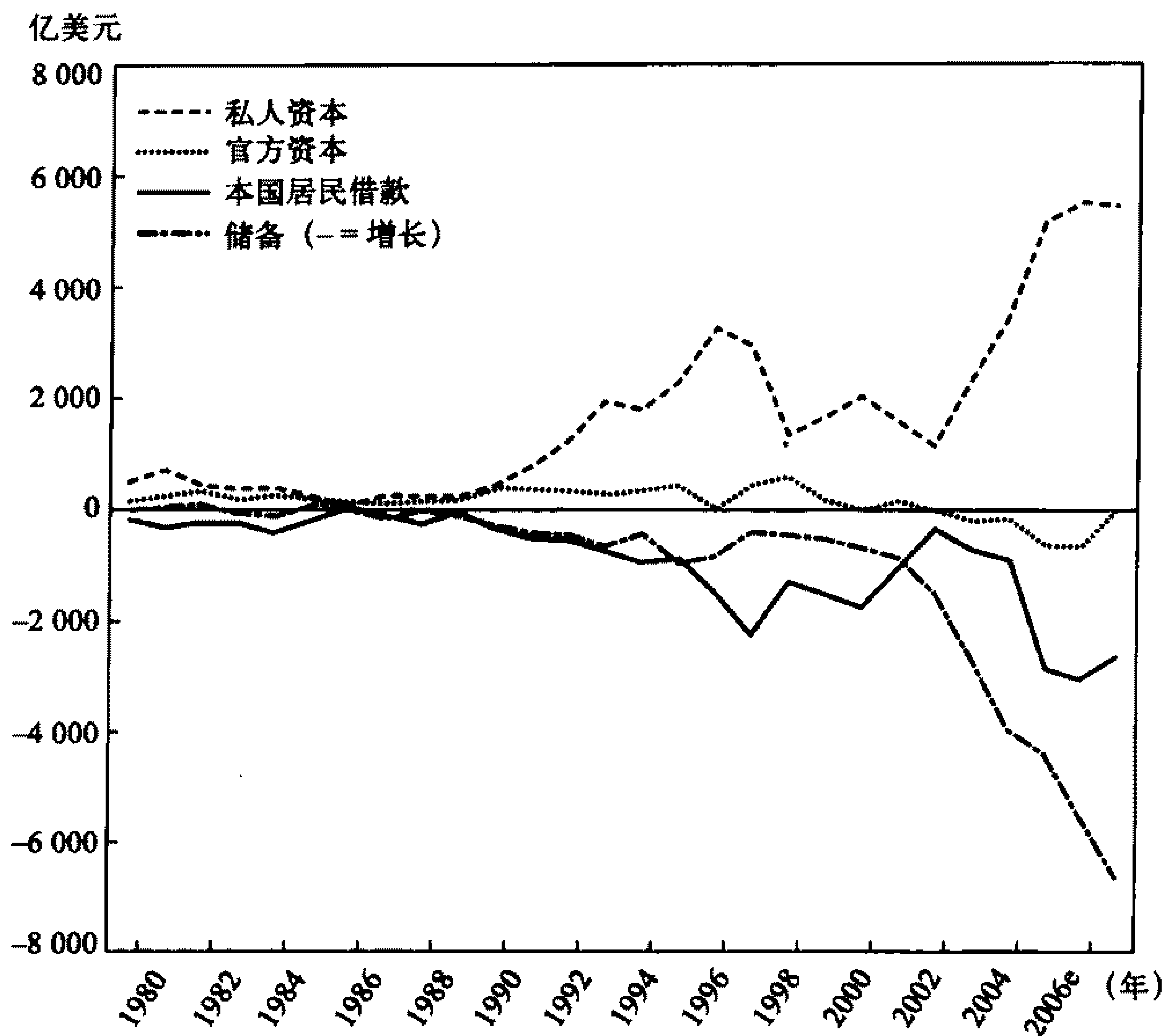


图 3.4　流向新兴市场经济体的净资本构成

资料来源：国际金融研究所

注：e 指预计

所示，最让人担心的是银行信贷。外国直接投资开始在 20 世纪 90 年代变得重要。直至现在，整体而言，它仍然保持积极和相当稳定的状态。股本证券投资就没有那么重要和稳定，但是它在整个过程中都保持积极的状态。非银行信贷也同样保持积极性，但是与股权流动的任何一种形式相比都相当不稳定。而银行信贷是不稳定的源泉。银行信贷的崩溃是 20 世纪 80 年代初期拉丁美洲债务危机的最直接原因。而在 90 年代中期的“龙舌兰酒危机”中它不再重要，这是因为墨西哥政府主要依赖短期的非银行的美元计价的信用方式，即所谓的“短期美元债券”（tesobonos）。但是银行信贷从 1996 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

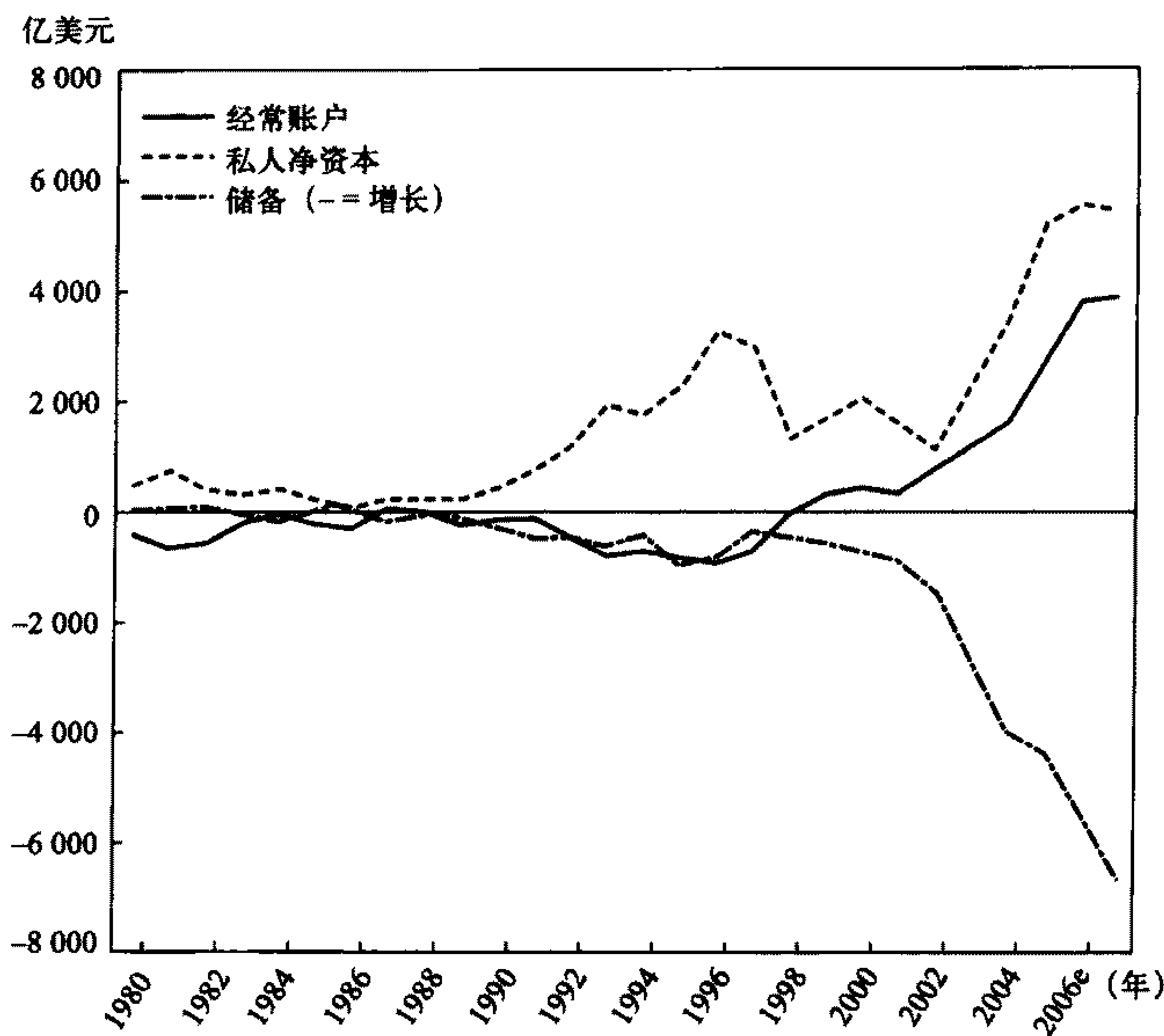


图 3.5 新兴市场的经常账户、私人净资本和储备积累

资料来源：国际金融研究所

注：e 指预计

1 190 亿美元的净流入到 1998 年的 600 亿美元的净流出是导致亚洲金融危机最直接的原因。

商业银行家是危险的：它们提供短期信贷却无力承受巨额损失。当他们察觉到风险加剧时，就会把钱撤出来，由此对他们放贷的经济造成破坏性的影响。仅次于本国居民的表现，商业银行的表现是迫在眉睫的金融风暴的敏感指标。

在 21 世纪第二个 5 年中，商业银行借给新兴市场经济体的贷款净余额再度暴增，在 2006 年达到 2 000 亿美元。规模如此巨大的贷款曾是危机的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兆，这次会有所不同吗？

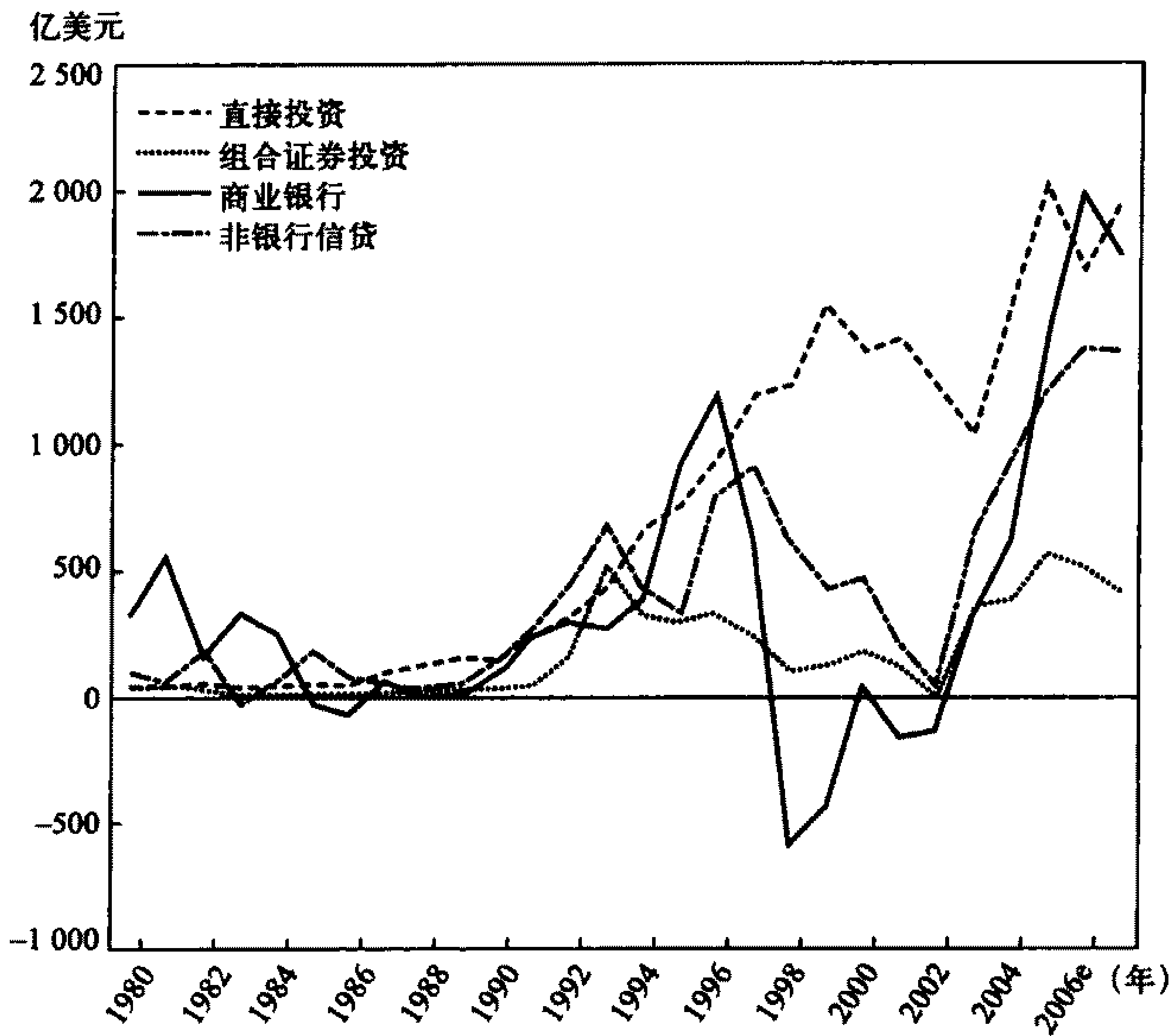


图 3.6　流向新兴市场经济体的私人净资本构成

资料来源：国际金融研究所

注：e 指预计

危机发生的时候，那些对发展中国家贷款业务充满信心的人们，那些肯定诸事良好的人们，会意识到他们错了。图 3.7 显示了向新兴市场经济体政府提供的高于美国国债利率的贷款利差。在 1997 年年底利差是很低的。在大约 6 个月时间内它们增长了 3 倍。这样猛烈的利差波动是非常普遍的，想想 2000~2001 年的土耳其或 2002 年的巴西。当利率变得这么高的时候，信贷市场因为对逆向选择的恐惧而干涸了：唯一的借款人，即打算以 2002 年巴西贷款利率进行贷款的，是那个已经作好了不还款准备的借款者。他们是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的：超过 20% 的实际利率确实是无法承受的。所以，对这种程度的风险规避导致了放贷的"突然停止"。

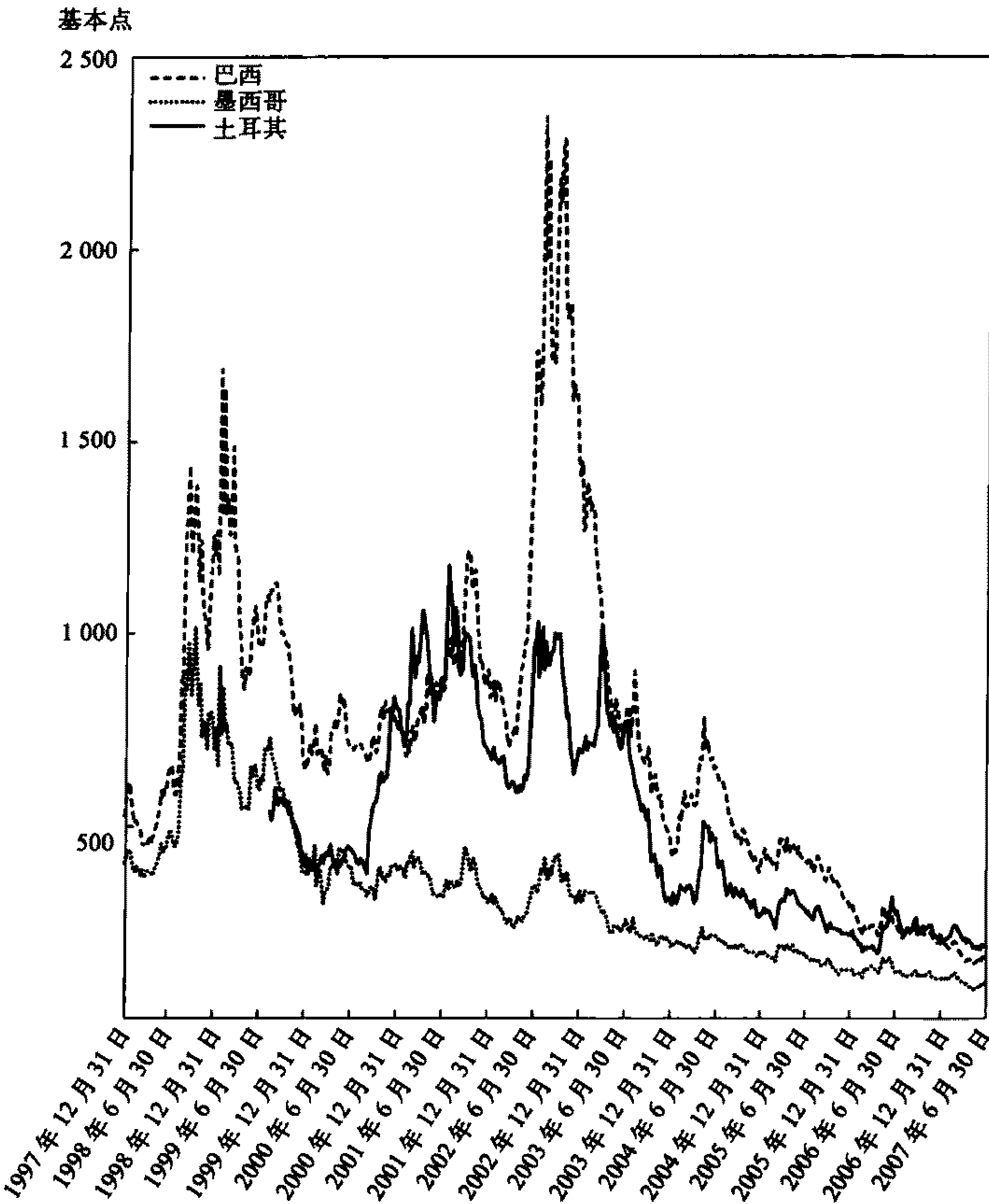


图 3.7 新兴市场货币贷款的利差

资料来源：汤姆逊财经数据库

注：显示新兴市场经济体政府债券与美国国债之间利差的 JP 摩根新兴市场债券指数（JPMorgan EMBI Inde

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截至 2006 年 3 月，在所有这些危机之后，借款给新兴市场经济体的人们比以前更加自信，因为利差非常低。但是部分原因是相关国家不再是纯借款人，它们握有庞大的经常账户盈余而非赤字，如图 3.5 所示。

最后让我们看看两个最重要地区——拉丁美洲和东亚的资金流情况。图 3.8 显示流向拉丁美洲的私人资本是极度不稳定的，20 世纪 80 年代初期不断增长，随后是崩溃，接着在 90 年代又大幅增长，然后是 90 年代末期又一次崩溃，在另一次增长到来之前阿根廷在 2001 年终于积聚了违约情况。同样，国内私人部门放贷也非常敏感：外国私人资本反复地去拉丁美洲投资而国内

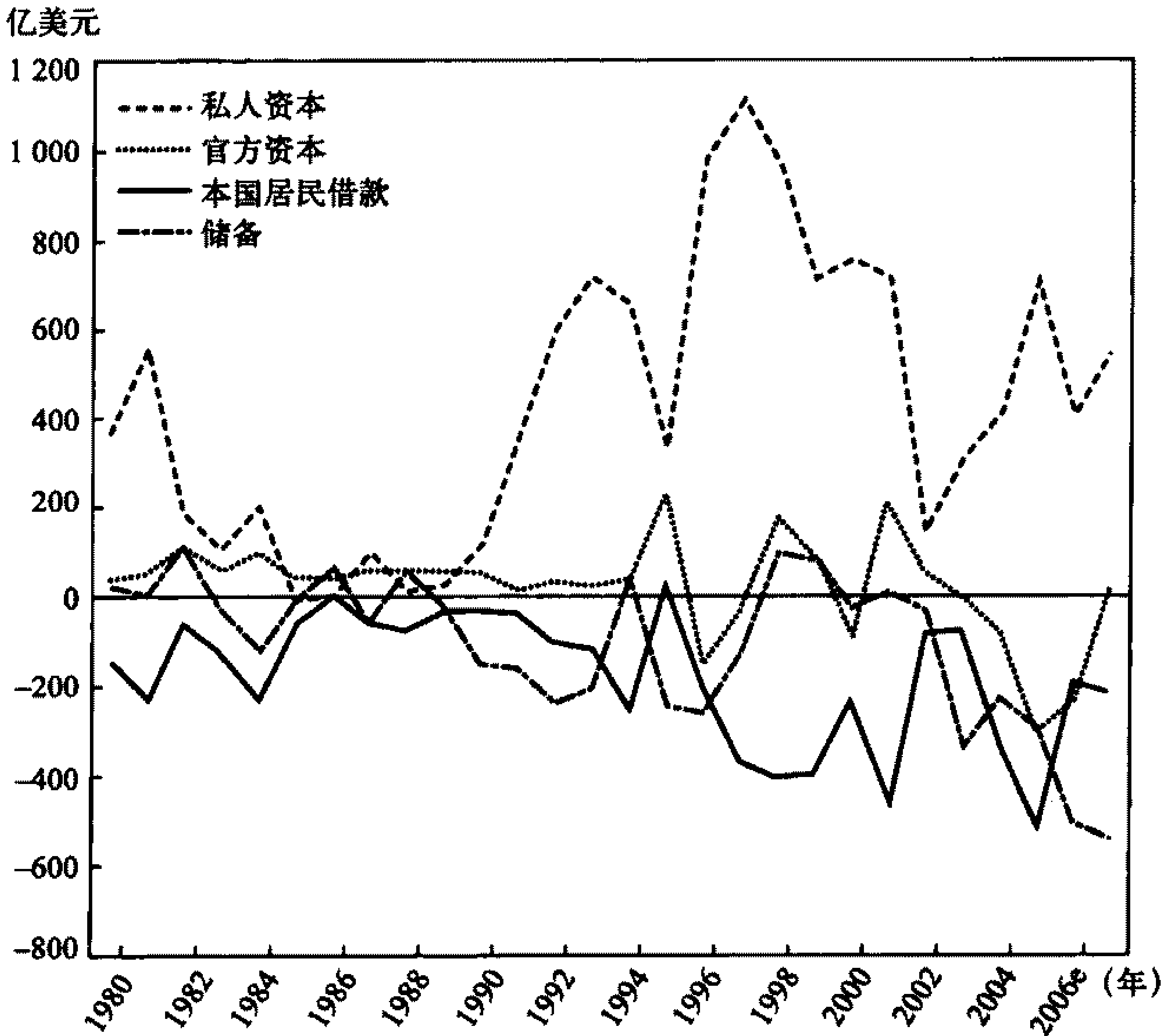


图 3.8　流向拉丁美洲新兴市场经济体的净资本构成

资料来源：国际金融研究所

注：e 指预计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的私人部门却不断做空。所以，一个教训是，想要知道拉丁美洲国家到底发生了什么就应该关注这些国家的私人部门的动向。

现在我们来看看亚洲新兴市场经济体的资金流动情况（见图 3.9）。在这里，私人资本再一次占绝对主导地位却天生不稳定，90 年代快速增长，然后在 21 世纪初叶强力反弹之前，于 1996~1998 年间崩溃。但是 21 世纪最初 10 年巨大的储备积累远远抵消了增长的资本流入。

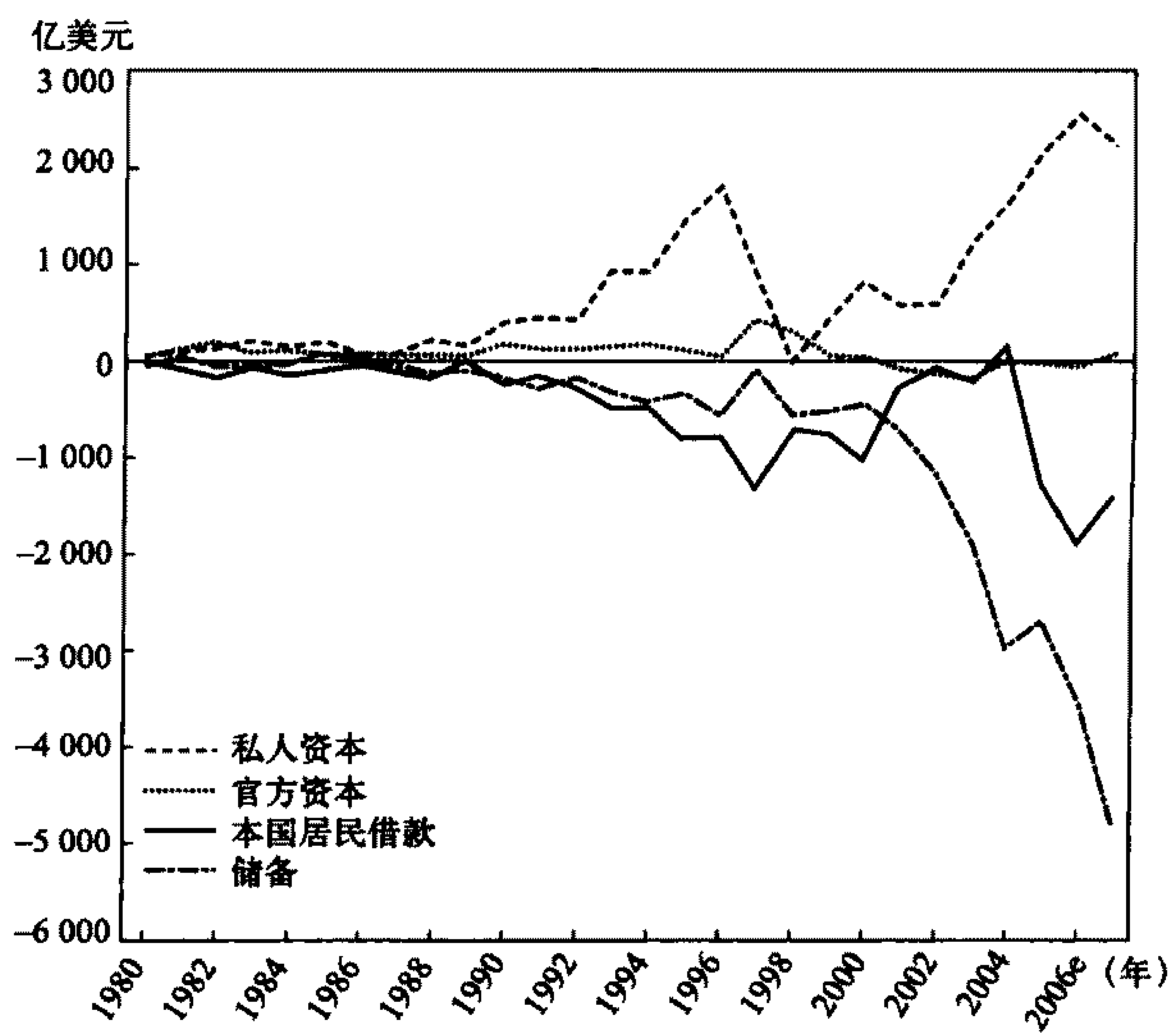


图 3.9　流向亚洲新兴市场经济体的净资本构成

资料来源：国际金融研究所

注：e 指预计

危机的动态变化

那么浩大的金融危机是如何展开的？答案是：资金流动的骤然停止迫使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常账户赤字减少、货币崩溃以及信贷收缩。深度衰退接踵而至。在遭受危机打击的新兴市场经济体中，货币贬值频繁地造成经济萎缩而非膨胀——这和许多高收入国家发生的情况截然相反。其中一个原因在于许多新兴市场经济体的货币政策具有很低的信用度。货币贬值被视为通货膨胀的一个先兆，然后货币政策不得不收紧而非放松。[①]

另一个更重要的原因是经济体中货币错配的泛滥。对那些借入外债为国内融资的借款人而言，货币贬值直接威胁到借款人的偿付能力。如果借来的外币被用来投资于贸易品的生产，这种危险会小一些，因为产品价格会随着货币贬值而上升；但是如果某个人借来外币修建了一个超市，危险就显而易见了。甚至一家货币头寸配置完善的银行，也会因为其客户有大规模的货币错配而遭受严重的损失。

至关重要的是全国的整体资产负债表。正如国际经济研究院的莫里斯·戈登斯坦（Morris Goldstein）和国际清算银行的菲利浦·特纳（Philip Turner）认为的：

> 大规模的货币错配或者导致了货币和银行危机，或者和它们同时发生……在这方面，我们注意到在以下国家出现的巨额的外币头寸负债：墨西哥，1994~1996 年；亚洲危机国家（韩国、印尼、马来西亚、菲律宾和泰国），1997~1998 年；俄罗斯，1998 年；阿根廷，2001~2002 年；巴西，2002 年；土耳其，2000~2002 年。就美元价值来说，迄今为止最大的货币头寸负债是阿根廷在 2001~2002 年出现的失衡（大约为 1 000 亿美元）；接着依次是巴西（760 亿美元）、墨西哥（640 亿美元）、韩国（580 亿美元）、土耳其（460 亿美元）、

① 许多高收入国家有能力在放弃货币保卫战之后放松其财政政策，1992 年的英国就是绝佳的先例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

俄罗斯（340 亿美元）、泰国（330 亿美元）和印尼（280 亿美元）。

在这些货币错配的情况下，我们看看遭受危机打击的国家的货币和经济都发生了什么。图 3.10 显示了泛拉丁美洲的例子。俄罗斯也被包括在内，因为从模式上看，它作为一个资源丰富、美元化的新兴市场经济体，和阿根廷以及墨西哥有很多相似之处。

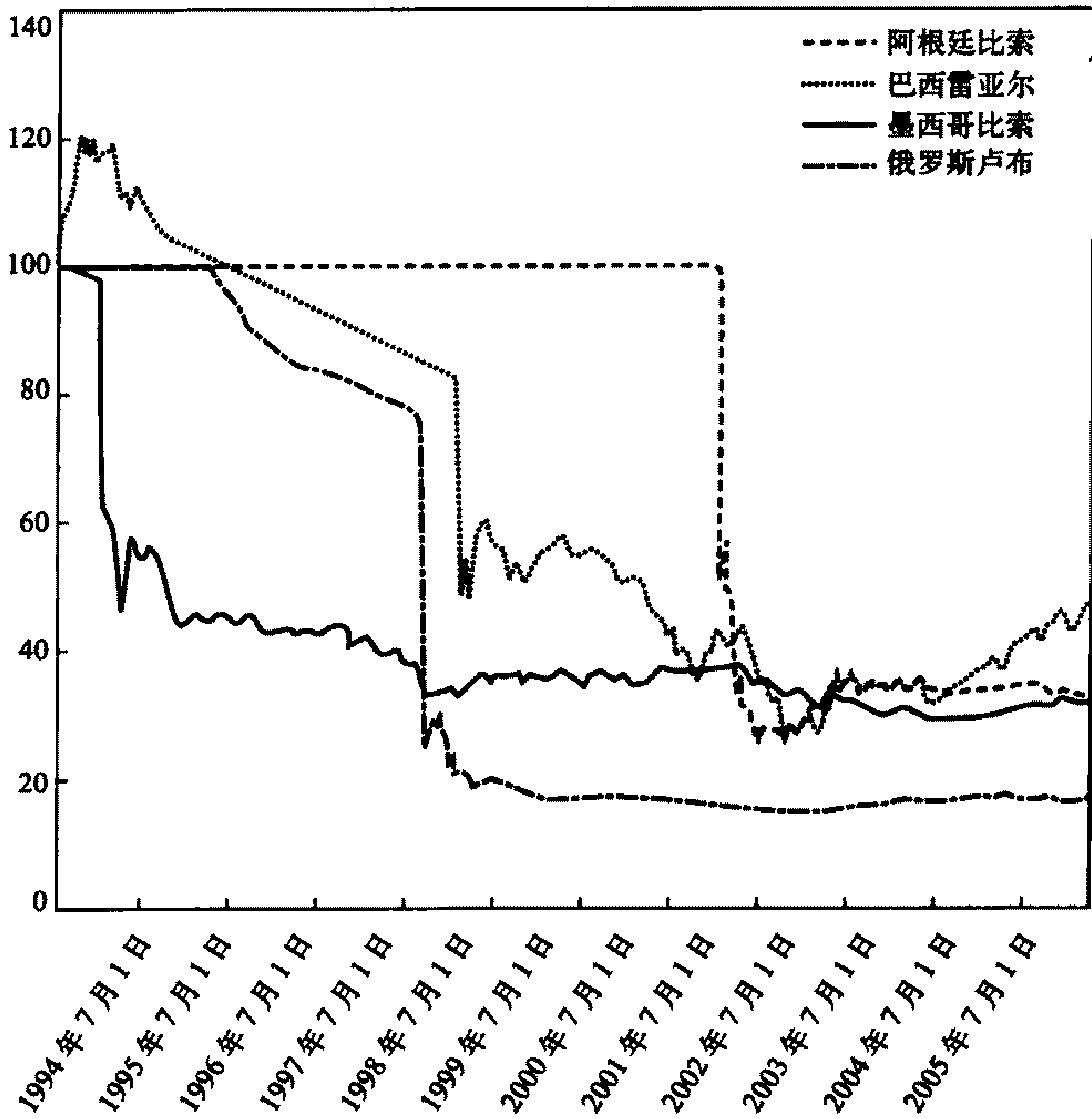


图 3.10　对美元的货币价值：拉丁美洲和俄罗斯

资料来源：汤姆逊财经数据库

注：从 100 开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不难理解，当一种货币相对于另一种货币的价值损失了 60% 以上，而后一种货币正是该国外债的主要币种时，这种变化会对经济活动造成很大的衰退影响和巨大冲击。有趣的是，这个现象在俄罗斯并不明显，很大程度上是因为私人部门拥有有限的外债。但是对于墨西哥和阿根廷而言，确实如此（阿根廷发生了两次危机），如图 3.11 所示。

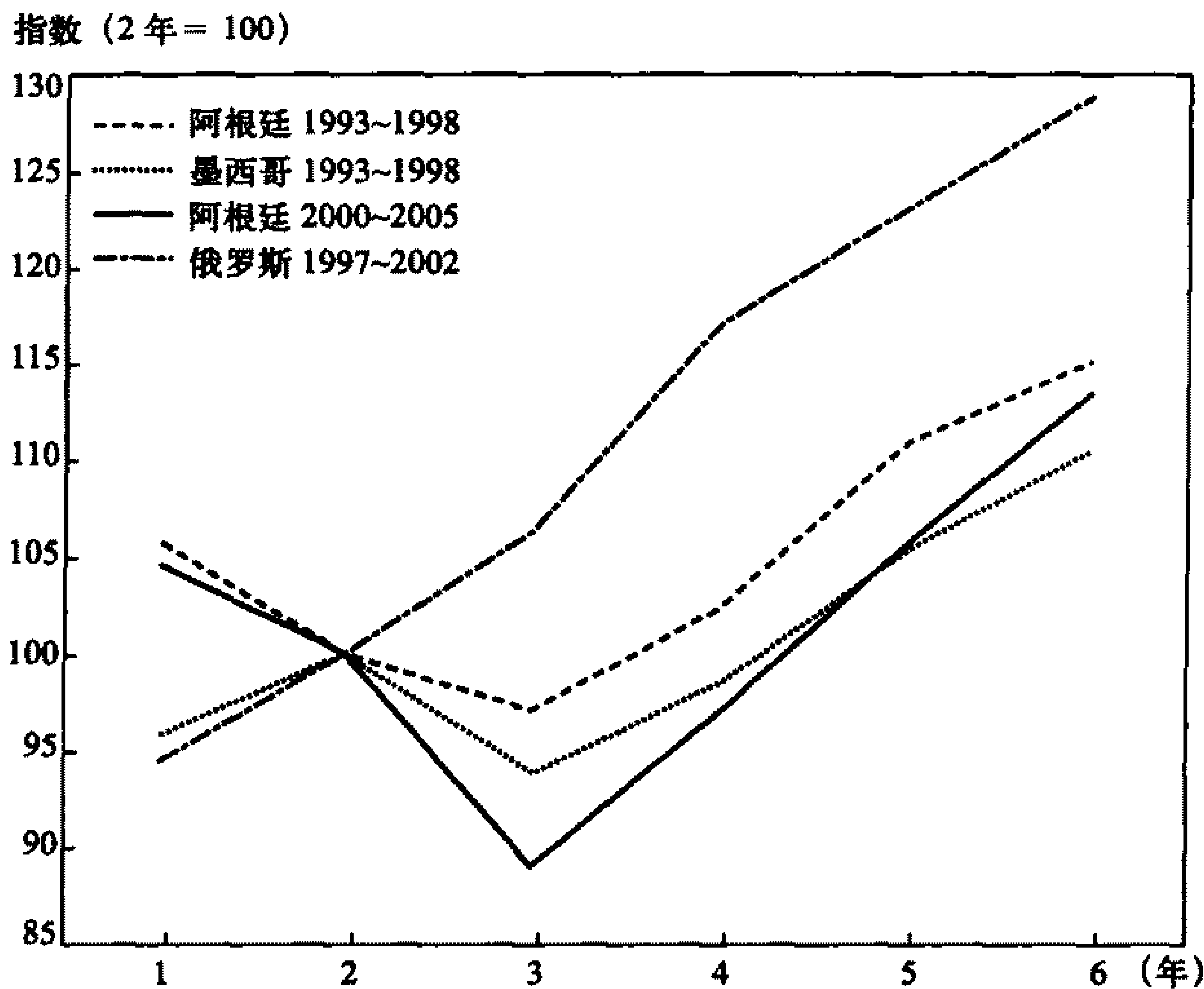


图 3.11　拉丁美洲和俄罗斯危机的宏观经济影响

资料来源：汤姆逊财经数据库

注：危机之前 1 年和之后 4 年的 GDP

东亚的模式也很类似：货币经历了大幅贬值（见图 3.12）。几乎一夜之间，印尼盾贬值了 80%。我们并不感到意外：这样的崩溃应该会对背负大量外债的经济体造成毁灭性的影响。货币崩溃也说明了印尼的财政损失（见图 3.1）。对于一个未曾经历过严重通货膨胀的国家而言，事态是非常可怕的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

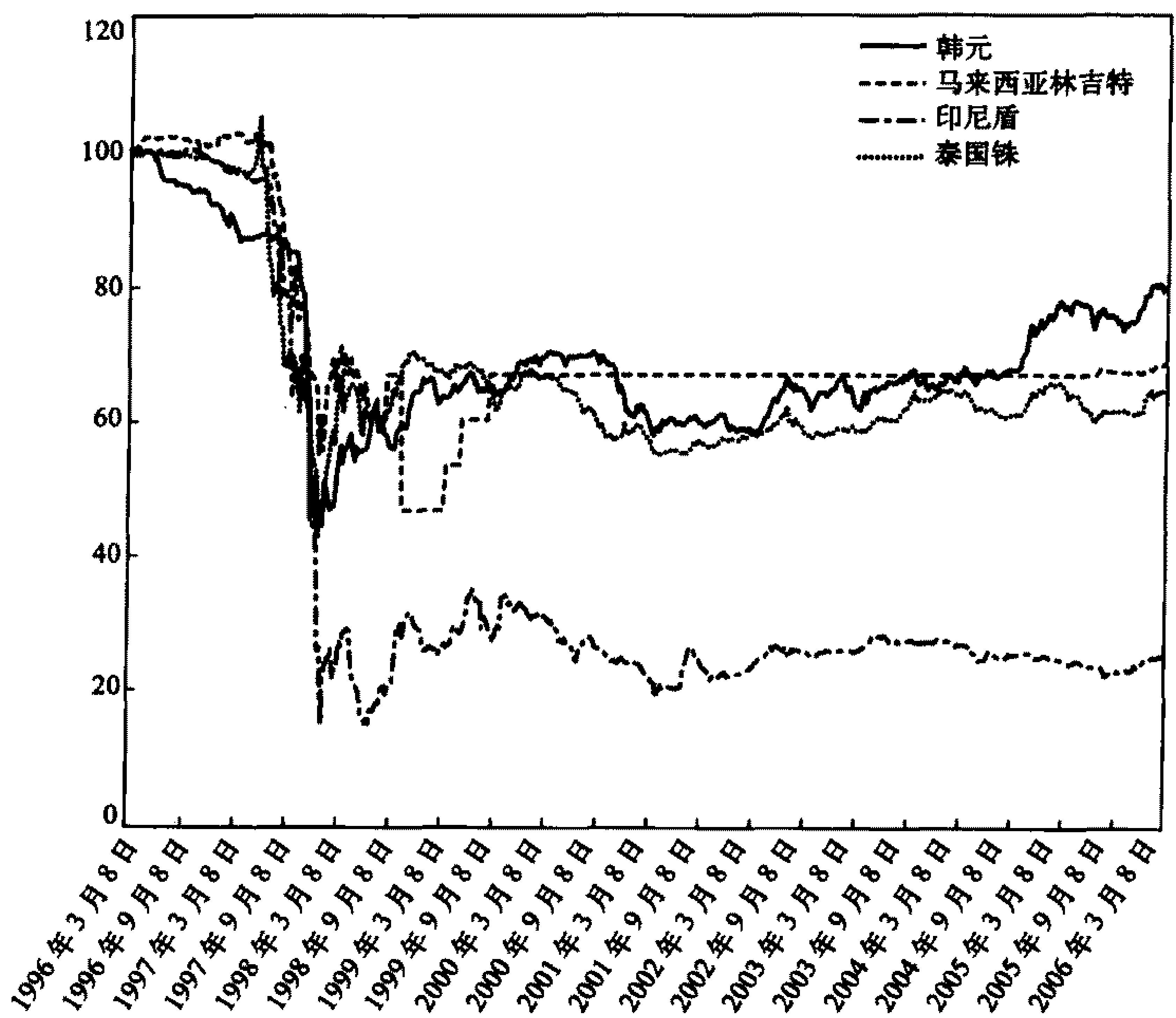


图 3.12　对美元的货币价值：东亚

资料来源：汤姆逊财经数据库
注：1996 年 1 月 =100

贬值又一次和深度衰退联系在了一起（见图 3.13）。印尼的 GDP 在第一年减少了大约 15%，到 2001 年仍然没能达到危机发生前的 GDP 水平。而韩国则不同，尽管在危机的一年后损失了相当数量的 GDP，但它仍能够快速恢复。韩国快速的政策反应、经济的弹性以及具有竞争力的生产部门能够迅速扩大出口，使得韩国最后获得了令人满意的结果。马来西亚的反弹也相当不错。但是在同样遭受危机长期影响的泰国，经济的恢复能力却比较差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

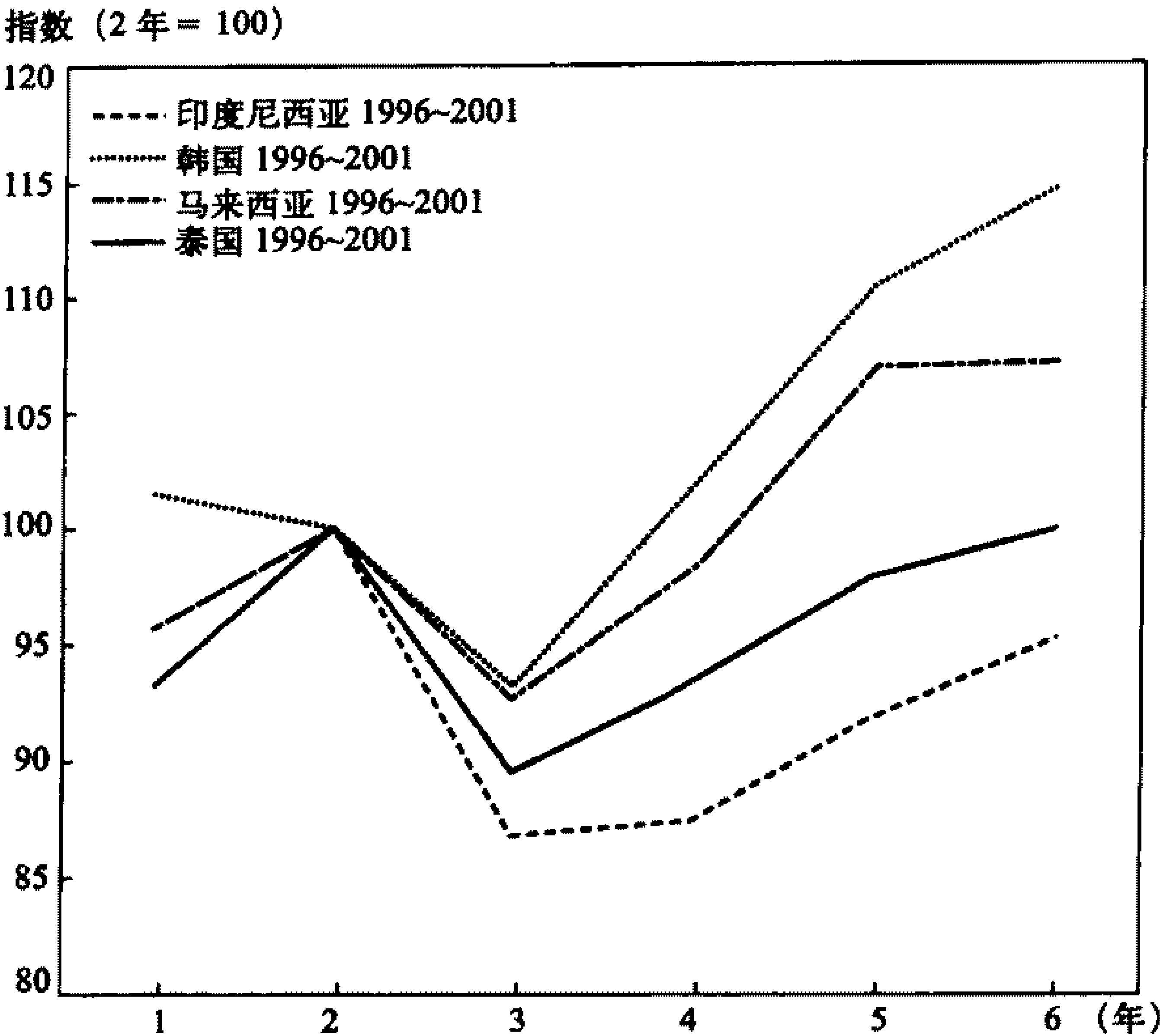


图 3.13　亚洲危机的宏观经济影响

资料来源：汤姆逊财经数据库

注：危机之前 1 年和之后 4 年的 GDP

除此之外，正如巴里 · 艾成格林在讨论图 3.14 的数据时指出的，不仅大量的借款是外币借款，而且其中很大一部分是短期的（不到 1 年）。正如他所说的，这就意味着这些国家既存在流量的问题——持续借款来满足经常账户赤字融资的需要，又存在存量的问题——需要在债务到期时安排展期。

最后他指出，除了严重衰退之外，这些国家不得不承担高额的财政成本来拯救它们破产的金融体系（见图 3.15）。这些财政成本从印尼 GDP 的 55% 到相对适中的俄罗斯 GDP 的 6%~7% 不等。遭受严重的货币和金融双重危机的新兴市场经济体都出现了巨额的财政成本。工人、农民以及其他普通老百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

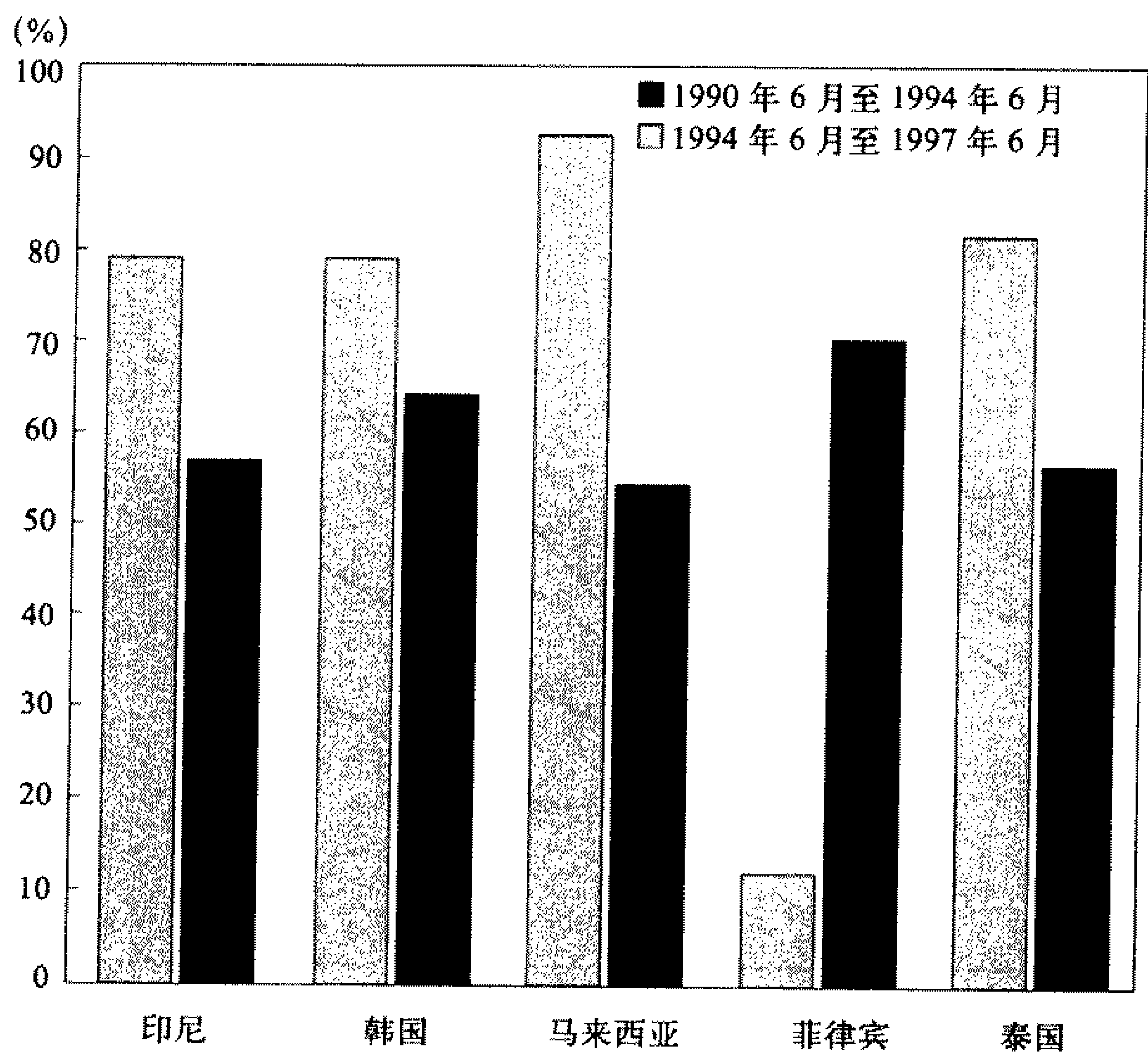


图 3.14　亚洲危机国家短期外币借款的比例

资料来源：艾成格林（2004）

姓承担了大部分的损失。那些决定放出贷款的外国银行家和至少应该为灾难承担些责任的人通常都安然无恙地逃过了这一劫，而贷款国的普通公民却未能幸免于难。

危机的遗留问题

在25年里不停地遭受打击之后，人们现在已经意识到资本流动存在危险。当资本流动的浪潮释放的时候，不负责任的贷款人和同样愚蠢的借款人之间的互动会产生巨额成本。根据这一结果，新兴市场经济体的决策者吸取了两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

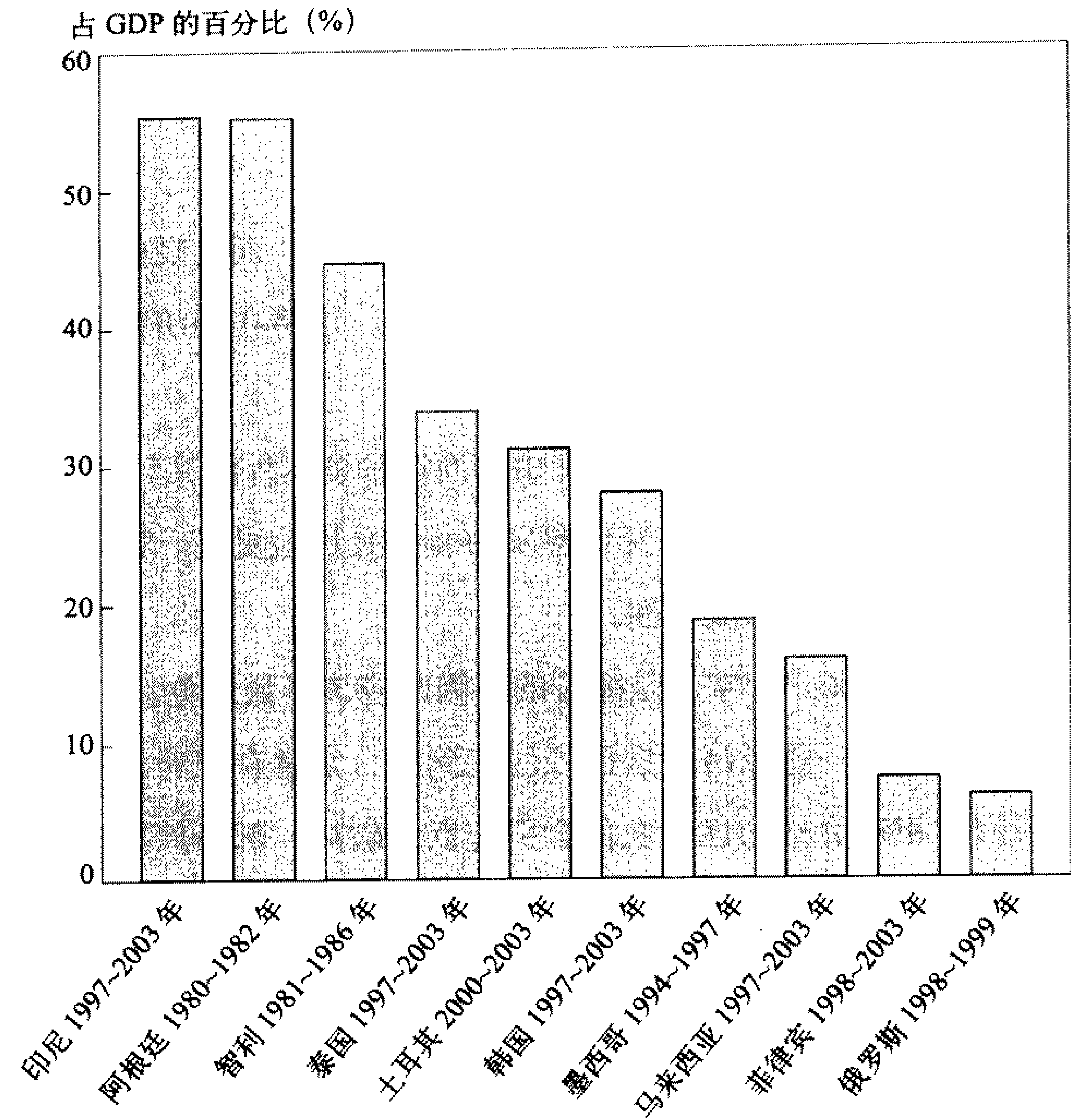


图 3.15　主要新兴市场危机的财政成本

资料来源：卡普里奥和克林格比尔（2003）

个教训：他们必须改善金融体系并减少自己在资本流动中的风险敞口。好结果是金融体系得到了改善，坏结果则是许多决策者害怕出现经常账户赤字。所以，我们现在看到的现象是资本市场试图将钱投入新兴市场经济体，即便这些经济体的政府下更大的决心要以外汇储备的形式循环资金。

为什么对于经常账户赤字会有这么大的恐惧？毕竟在一个有经常账户盈余的国家是完全有可能存在货币错配的。比较充分的理由有：

1. 最重要的原因，经常账户赤字必然会在任何国家的资产负债表上产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币错配，这样的国家依赖于借款（而不是资本流入）来抵消外部赤字，而且没有能力用自己的货币借款。

2. 巨额经常账户赤字似乎是资本外流的触发器之一。[①]

3. 对巨额经常账户赤字的修正要求实际汇率贬值，而且贬值幅度可能要非常大。如果全国总资产负债表内存在货币错配，这将在经济体内造成严重的问题。

4. 上述事实是资本外流的一个好理由，而这种资本外流又触发了贬值。

5. 上述事实将迫使贷款期限变得愈发短暂并且风险更高，这是因为债权人试图提高他们自身头寸的流动性。

6. 快速修正经常账户赤字总是痛苦的，因此应该尽量避免。

除此之外，如同一些经济学家已经注意到的，常常存在对汇率浮动的恐惧。部分原因是相对价格的巨大变化会引起巨大破坏，部分原因也是人们担心货币错配会造成毁坏性后果。如果人们害怕浮动汇率，答案就是维持较低的汇率和强大的经常账户赤字头寸。但是在这样的情况下，企图推动货币升值的努力总是会被购买更多外币的行为抵消。但是如果谁试图在贬值压力下阻止货币贬值，谁就会用完储备并不得不求助于高利率，从而造成经济衰退且遭受风险。

除了谨慎地避免经常账户赤字之外，许多东亚新兴市场经济体保持巨额经常账户头寸还有另外一个原因：它们希望返回到经过验证的出口导向型的发展道路上。这已被证实是一条成功之路，它能够降低风险并且加速积累工业生产力。

许多新兴市场经济体——无论是直接受到危机影响抑或旁观危机的——它们所吸取的教训就是：不要容忍经常账户赤字。这一战略还有另一

① 更精确地说，任何拥有净负债头寸和外债的国家肯定发生了货币错配，任何长期处于经常账户赤字状态的国家最后肯定会拥有净负债头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个更重要的政治优点：如果一个国家的经常账户头寸强大而且货币有向上升值的压力，那么它们就不会被 IMF 干预并接受 IMF 错误的政治要求。中国政府当然是看到了 1997~1998 年在其邻国发生的情况，然后才决定绝不允许在中国发生任何类似的情况。

所有这一切都有好的一面：新兴市场发生另一波危机的风险已经降低了，但是新兴市场的风险小了，而美国的经常账户赤字却在迅猛增长。因为，如果有国家希望提供资金却只有少数国家准备接受资金，那些接受了资金的少数国家最后就会注定出现巨额的赤字。美国政府知道它永远不会遭受货币错配或 IMF 干扰之害，这就是其所谓全球霸权的意义。2005 年，美国的经常账户赤字占全世界赤字的 3/4。这是如何发生的，对世界经济造成了什么影响，正是第 4 章的主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第4章　从危机到失衡

在过去的10年间，各种力量的结合导致了全球储蓄供应的显著上升，即全球储蓄过剩。这也是当前美国经常账户赤字上升和长期实际利率相对较低的原因。①

——本·伯南克，前美联储主席

长期利率在所有地方都在走低。

——艾伦·格林斯潘，前美联储主席

① 伯南克：《全球储蓄过剩》（*Global Saving Glut*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

---

◆ 美元迅速贬值，美国的贸易伙伴也采取了扩张的货币政策，这部分是因为迫于美国的压力，部分是因为美元贬值对于这些国家的出口导向型经济具有收缩性的影响。

◆ 从定义上说，全球的储蓄量必须与投资量持平。有三种识别储蓄过剩的方式：测算利率水平（包括储蓄价格），私人领域的储蓄和投资平衡，单个或一组国家之间的平衡。

◆ 假设一国试图将其汇率调整至低于市场出清水平。无可否认的是市场出清水平本身可能因为控制而遭到扭曲，大部分的控制都是在资本流出方面，这也是当前中国的情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在21 世纪前 10 年的中期，时任美联储主席的艾伦 · 格林斯潘对令人吃惊的低利率水平做出了评述。很快，他的继任者本 · 伯南克指出“全球储蓄过剩”是导致美国经常账户持续赤字的原因。两种看法都很正确。更重要的是，他们所描述的现象密切相关：全球大部分地区的高净储蓄率（储蓄减国内投资）能够解释当下利率走低现象和经常账户盈余及赤字的不同类别。进一步说，它们不是一个偶然现象，它们是出口导向的增长政策和为抵御金融危机而实行自我保险的政策造成的，这些我们在第 3 章讨论过。

这些关系是本章的主题。它们解释了为什么作为全球最重要市场和发行最重要货币的美国，也会成为国际借款的超级力量——世界借款人和最终消费者。这是史无前例的情形：世界上最先进的经济体从未成为如此巨大的净资本接收者。这也说明了全球资本账户自由化所导致的事实与预期的巨大差异。资本现在开始向上游流动，从贫穷国家流向最富裕的国家。

疑惑的难题

让我们先来看看当前世界经济的两个特殊状况：利率水平——不只是名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义利率水平低（部分原因是低通货膨胀）或者短期利率水平很低（2000 年资产泡沫破灭后在日本、美国和欧元区达到了极低的水平），更重要的是长期实际利率水平很低。格林斯潘曾经将此现象称为“不可解释的谜团”。更令人疑惑的是，在美国生产力高速发展时期，亚洲赶了上来，而且全球的发展都非常迅速。以市场汇率计算，IMF 对于 2004~2007 年的世界经济发展的预测是平均每年为 3.7%。这一比例在 1989~1998 年间平均每年为 2.5%。[①]一般来讲，高增长率与利率的高水平相伴，而不会出现低利率。

图 4.1 显示根据 IMF 的工作人员计算，世界的实际利率在 2004 年下跌

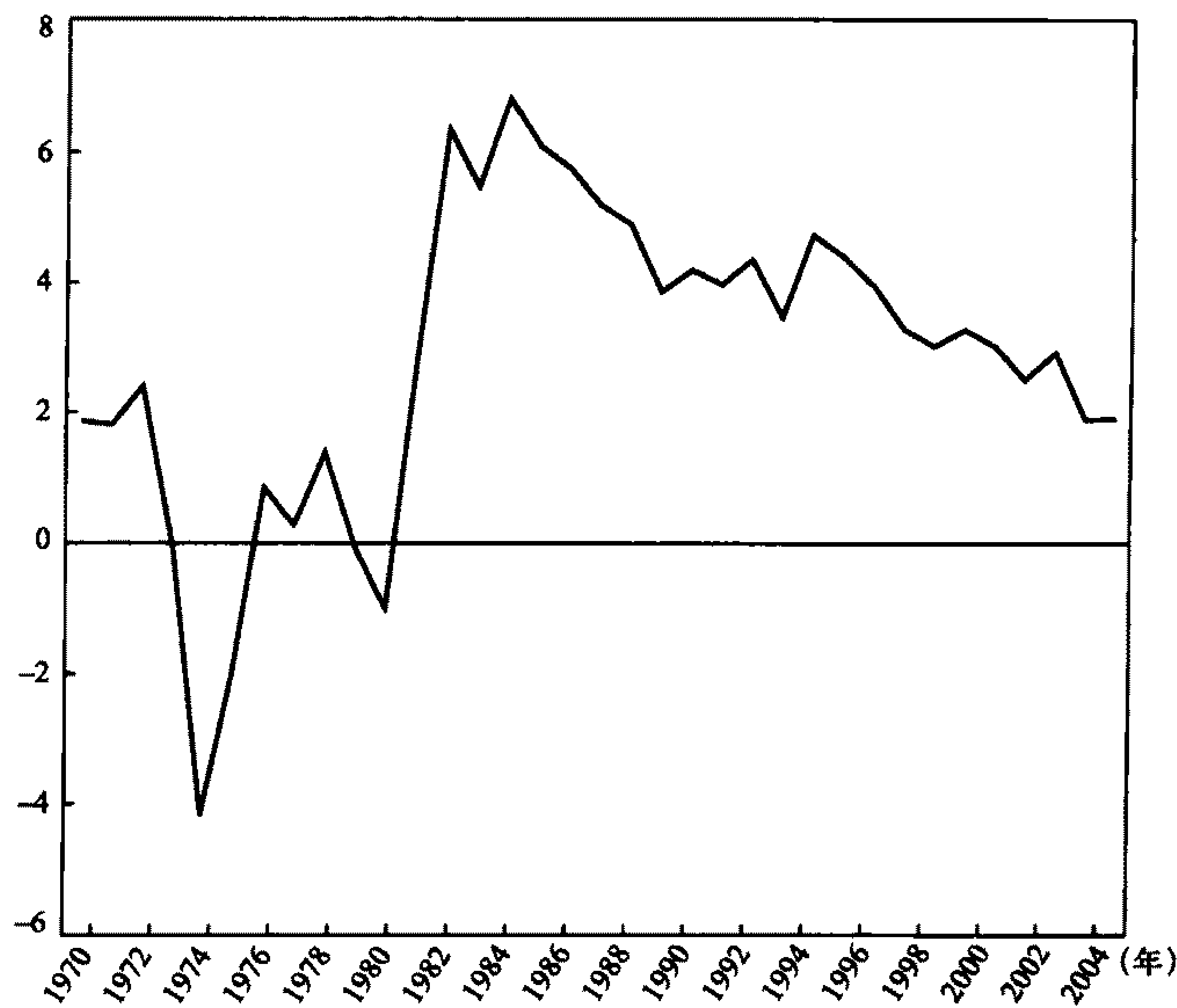


图 4.1　世界长期实际利率

资料来源：IMF《世界经济展望》，2006 年 4 月

① 数据来自 IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至 2%。这高于通货膨胀肆虐的 70 年代，但是自那以后，实际利率一直都低于该水平。[①]该预测也与美国通货膨胀指数化的债券在 2004 年和 2005 年的 2% 的真实收益一致。尽管世界经济有强劲的增长，IMF 的计算结果仍然显示美国、欧元区以及日本的实际利率低于其 1990 年后和 21 世纪初叶的水平（见图 4.2）。

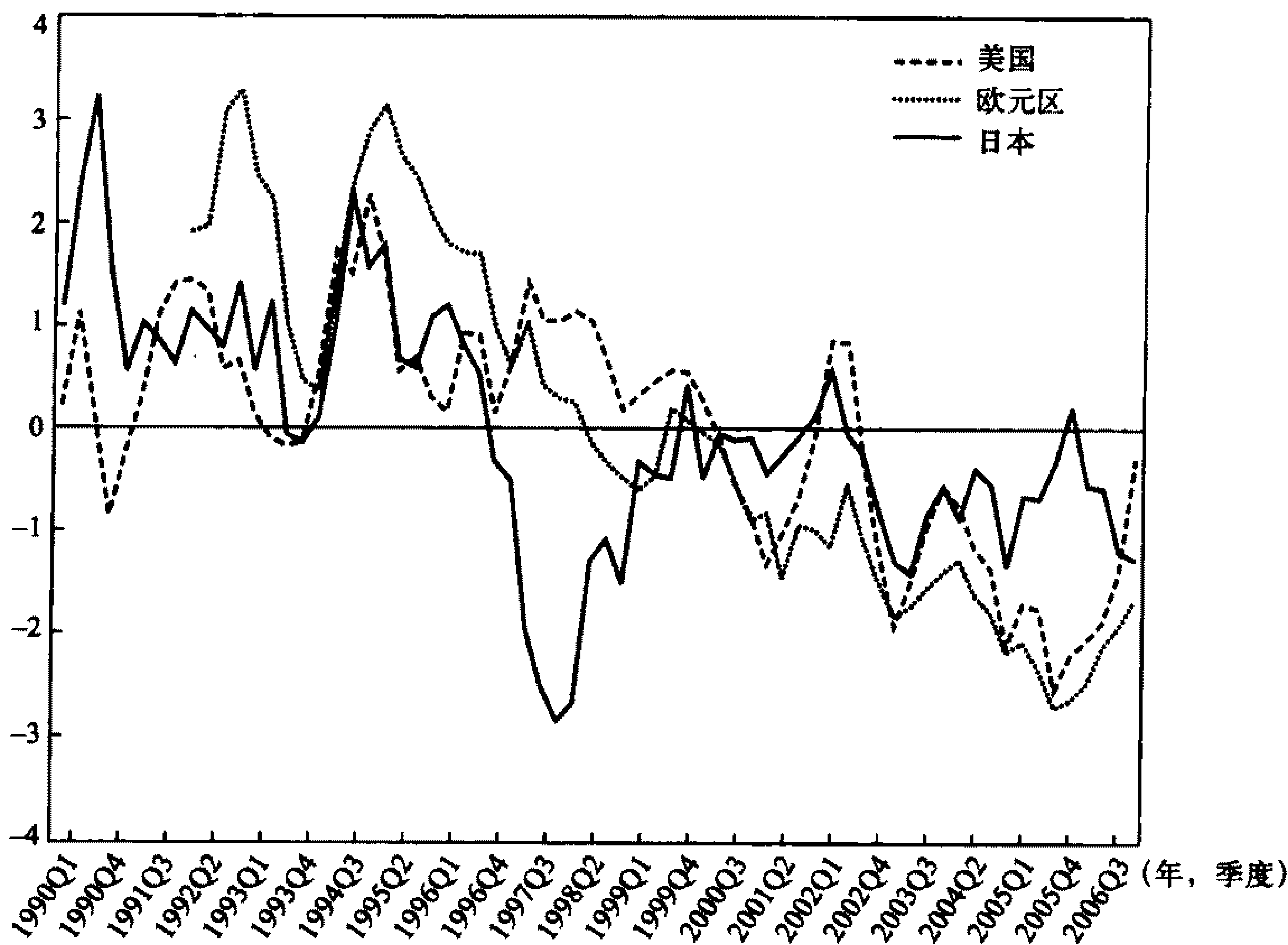


图 4.2　长期实际利率

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

注：比率是与平均数相对的数值

① 实际利率是用加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国以及美国的 10 年期的政府债券按照 GDP 加权平均收益减去通货膨胀率所得。这并非实际利率水平。近年来，如果预期通货膨胀率低于已经处于低水平的实际利率，那么“真实”的实际利率水平应该会超过预期的实际利率水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得这幅图更加有趣的是高收入国家周期性调整的财政头寸如此之松。根据IMF2007年4月的《世界经济展望》,2002年的财政赤字为GDP的3.9%，2003年为4.4%，2005年为3.3%，2006年为2.7%。大家都预期周期性调整的高财政赤字会导致较高的利率水平而非较低的利率水平。可能的解释是私人部门中预期的储蓄盈余导致了政府宽松的财政政策，或者被其抵消。不论刻意还是意外，这些财政政策都支持了需求。

IMF近来的研究表明，当前较低的实际利率水平在长期历史背景下观察并非异常，只是与80~90年代早期的高实际利率不太协调。[①]例如，1896~1913年，“一战”前的全球化全盛期，全球的实际利率预计为2.2%，GDP增长则为3.1%。1919~1929年间的实际利率为1.8%，经济增长率则为3.4%。这与今天低利率水平下的高增长情况相差不大。从这个角度来看，不解之谜也许就是债券持续的较低实际回报。进一步说，80~90年代的高实际利率在很大程度上是对70年代大幅通货膨胀中的负实际利率的一个回应。

如果将当代的第二个突出现象——图4.3所体现的美国经常账户赤字的爆炸性增长考虑进来，低实际利率仍然是一个谜：20~70年代，美国是债权国并且经常账户留有盈余。80年代初期，经常账户出现了赤字，当时看起来是一个巨大的数字，而现在看起来已不再那么惊人。那是一个“善意疏忽”的年代，当时，唐纳德·里甘在罗纳德·里根总统的治下掌管财政部。80年代中期，以《广场协议》要求美元兑日元和德国马克贬值为代表，美国迎来了美元贬值的同时也改变了其货币政策。美元迅速贬值，美国的贸易伙伴也采取了扩张的货币政策，这部分是因为迫于美国的压力，部分是因为美元贬值对于这些国家的出口导向型经济具有收缩性的影响。这些宽松的货币政策对日本泡沫经济的产生以及90年代的破灭具有推波助澜的作用。但是由

① 卡涛及麦肯锡（Catão and Mackenzie）:《透视全球低利率》(*Perspectives on Low Global Interest Rates*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于第一次海湾战争中得到美国盟友的资助，加上汇率调整以及需求相对增长等影响，美国在 1990 年消除了经常账户赤字。90 年代，经常账户赤字再次爆炸，并达到了前所未有的水平。 请注意，在 1998 年和 2002 年之后经常账户赤字又呈上升趋势。

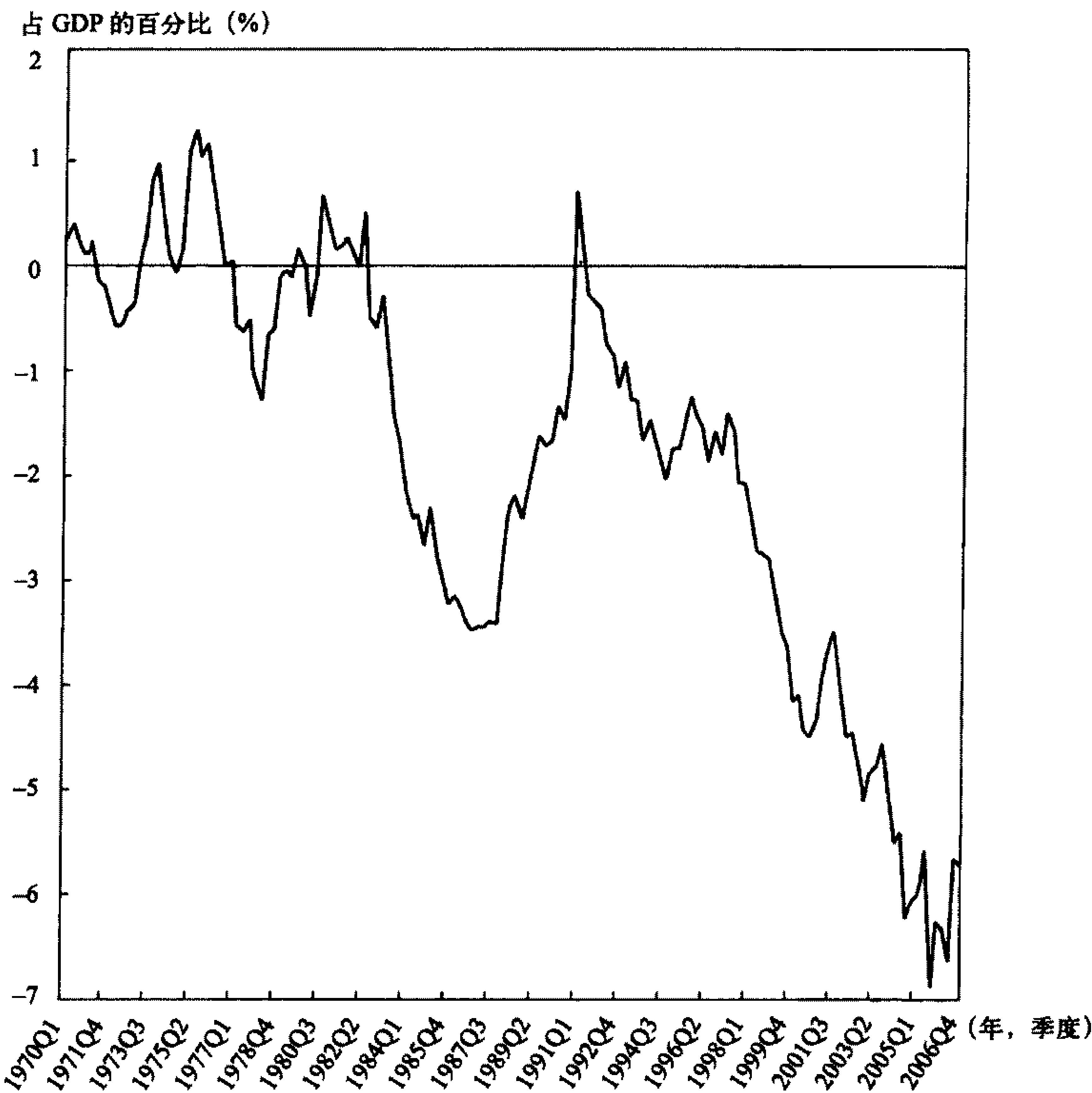


图 4.3　美国经常账户

资料来源：汤姆逊财经数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国前财政部长劳伦斯·萨默斯在2006年3月的一次讲话中将两种现象，即较低的实际利率水平和美国经常账户的巨额赤字尖锐地结合在了一起：

> 关于全球经济的一个令人震撼的事实是，误认为美国主导全球资本流动：实际利率在全球都很低，而不是很高。不论你是关注指数债券的收益率，与通货膨胀相关的名义利率，还是大部分资产的收益水平，特别是房地产收益和贷款利差，资本市场的定价都指出全球资本供应超过了需求。从历史的角度看，当前全球的实际利率是处于低位而非高位。如果美国储蓄的减少是解释全球性事件的主要因素，那就应该预期会出现极端不正常的高利率，而非极端不正常的低实际利率——与80年代的双赤字相比。美国的消费增长大大超过了其收入增长并与全球其他地区强劲的出口增长相匹配。①

为什么当美国的经常账户赤字相当于世界总储蓄1/7时，实际利率仍然较为温和？答案必须从全球的角度来看：许多国家无法在国内消化储蓄，即使利率水平很低也不能。由于无法吸收储蓄，它们就进行超量的出口，特别是向美国超量出口。这是美国面临巨额经常账户赤字的原因，可以说这正好是巨额资本账户盈余的反映。这种“储蓄过剩”的假设并非一目了然，因为有一些重要的超额“储蓄”是政府为保持低汇率水平而制定相关政策的结果，这在亚洲特别明显。进一步说，这些政策还具有货币方面的效果。储蓄过剩假设如何与受到广泛讨论的《美元危机》（*The Dollar Crisis*）一书的作者理查德·邓肯（Richard Duncan）等提出的“货币过剩”的观点匹配，将在下文详述。

① 萨默斯：《反思全球账户失衡和新兴市场储备积累》（*Reflections on Global Account Imbalances*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球储蓄过剩

储蓄过剩应该如何衡量？这不是能够观察到的数据，至少在世界经济层面上无法观察到。从定义上说，全球的储蓄量必须与投资量持平。有三种识别储蓄过剩的方式：测算实际利率水平（包括储蓄价格），私人领域的储蓄和投资平衡，单个或一组国家之间的平衡。在 21 世纪中期，实际利率水平低，而大部分重要国家的私人部门都出现了巨额储蓄盈余（这与不少政府的去储蓄化相对立），许多国家都出现了与其投资额相比数额巨大的储蓄盈余，即使在实际利率水平低下时也是如此 。

什么原因导致了如此多的国家出现超额储蓄的情况？一种解释是由于深受新兴市场危机影响的国家或者旁观者有意采取的政策造成的；还有一种解释是由于上涨的石油价格将收入转移给了高储蓄水平的国家造成的，至少从短期看是如此；第三种解释则是该现象是 1999~2000 年全球股市泡沫的后遗症，大多数经济发达国家的企业赢利能力良好，但对投资却慎之又慎，所以它们也有正的现金流：它们留存的收益（储蓄）超过了它们的投资。

收入从劳动力向资本的转移是高收入经济体的重要现象。很有趣和非常重要的是，此类最大的转移不是发生在美国或其他盎格鲁－撒克逊国家，而是发生在日本和欧元区。实际上未分配利润就是商业领域的储蓄。除非这些储蓄被增加的投资抵消（尚未发生），否则经济的其他三个方面（政府、家庭和外国人）必须减少储蓄才行。高收入国家的企业一般也是过度的储蓄者：未分配利润超过了投资。[①]无论如何，当企业发生巨额财务盈余时，其他的国内行业必须通过赤字进行抵消，否则整个国家在国际收支平衡表上会出现

① 这也可能是当前私募股权将上市公司私有化的原因。当企业出现财务盈余（例如，现金流入）时，可以极大地提高其资产负债表的杠杆率，从而有效地达到减少税负的效果。这也是一种控制公司管理层权力的有效方式：管理层被迫以获取现金为目的来经营企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨额储蓄盈余。美国的企业也出现了财务盈余，但是其（以及其他一些国家的）政府和家庭领域完全抵消了超额的储蓄盈余（甚至出现财政赤字）。

如果我们将整个世界和主要国家看做一个整体，我们会发现关于储蓄过剩的观点并不正确，而这很可能是缺乏投资机会的一种做法，这对于高收入国家尤其适用。全球的整体情况可以从图 4.4~ 图 4.6[①]中获得。这些数据强调了世界经济的以下 5 种主要特性：

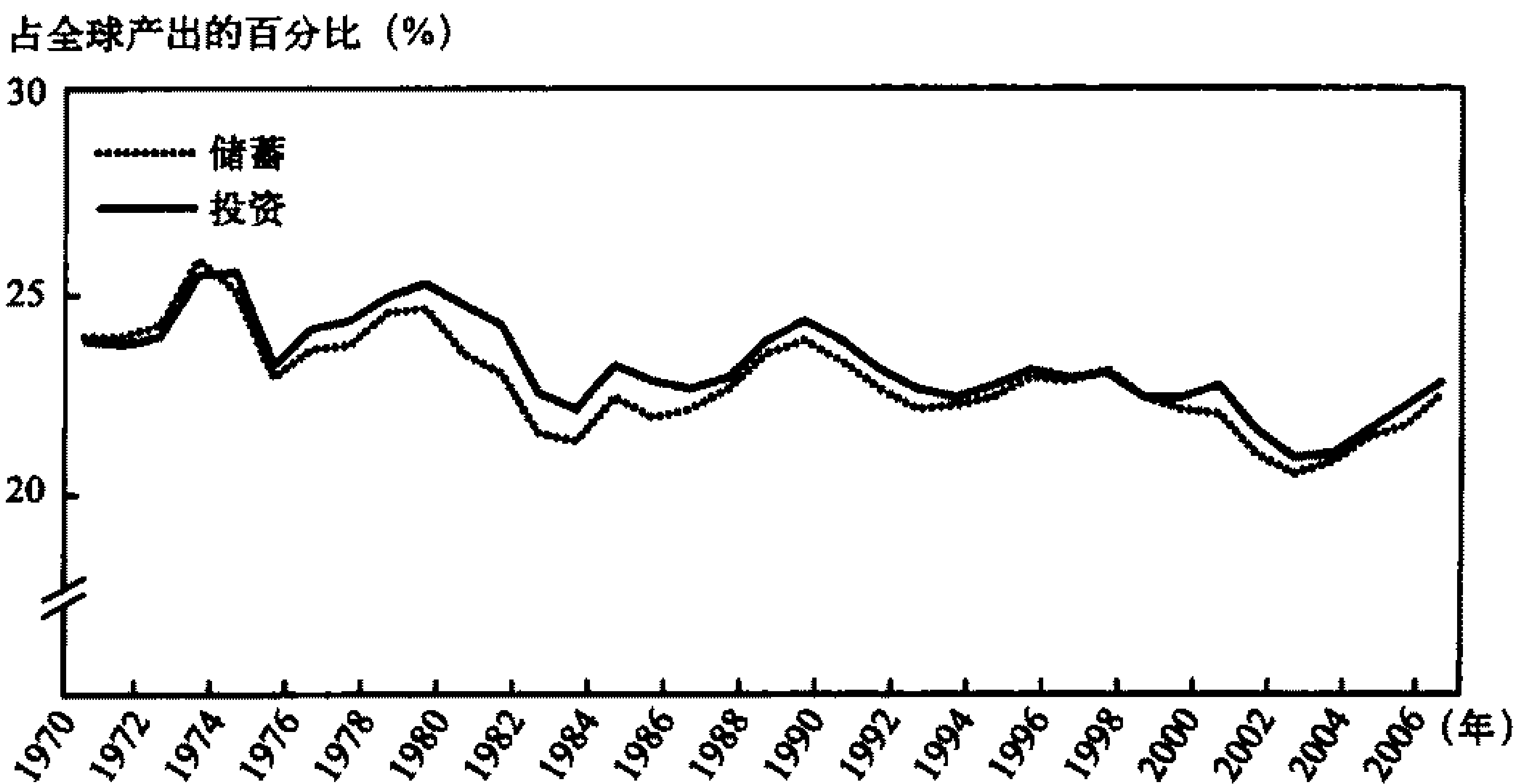


图 4.4　全球储蓄和投资

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

1. 由于高收入国家储蓄的减少，全球储蓄率下降。

2. 高收入国家的投资比例下降，特别是自 90 年代初期以后。

3. 除了在 1997~1998 年金融危机之后投资比例有剧烈下降之外，新兴市场经济体和石油出口国的储蓄和投资同期上升。

4. 由于其储蓄比例低于投资比例，高收入国家开始成为储蓄进口国。

---

① 本处数据和相关图表来自 IMF《世界经济展望》(2007 年 4 月)，第 1 章。更具体的分析可见《世界经济展望》（2005 年 9 月），第 2 章，不过该数据仅更新至 2004 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 新兴市场经济体和石油出口国的储蓄比例上升，超过其投资比例，这些国家成为资本输出国。

理解图中的数据是比较容易的：高收入国家投资比例下降的部分原因是欧洲和日本的经济已经非常成熟，而且它们的人口增长已经停止甚至在下降（见图 4.5）。这些国家无须像成长的高峰期那样进行投资。而相反的情况应该正发生在高速增长的新兴市场经济体里。不过，有趣的是，它们在全球总产量中所占投资比例直到 2005 年才重新回到 1997 年的水平。

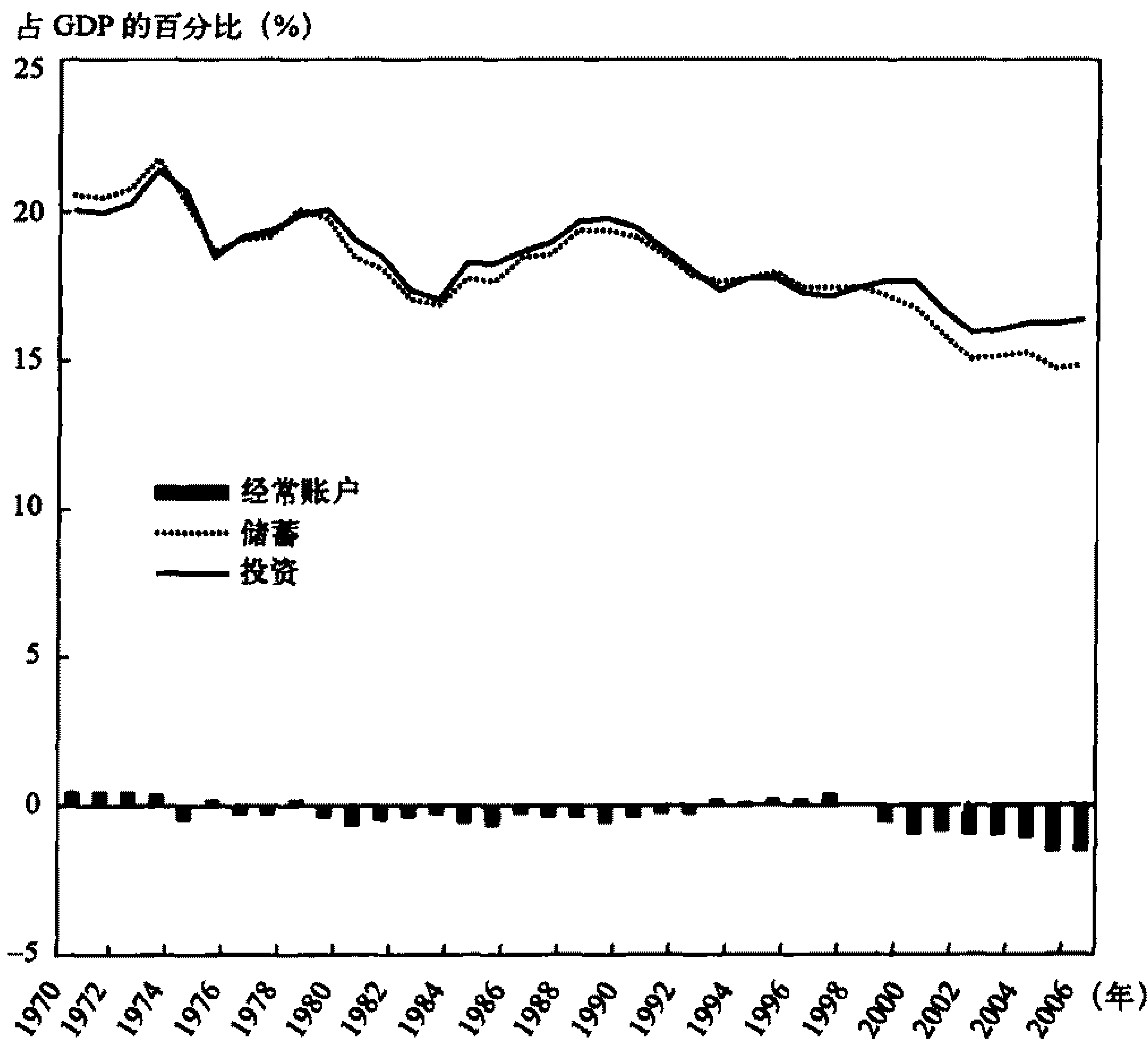


图 4.5　高收入国家的储蓄、投资和经常账户

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

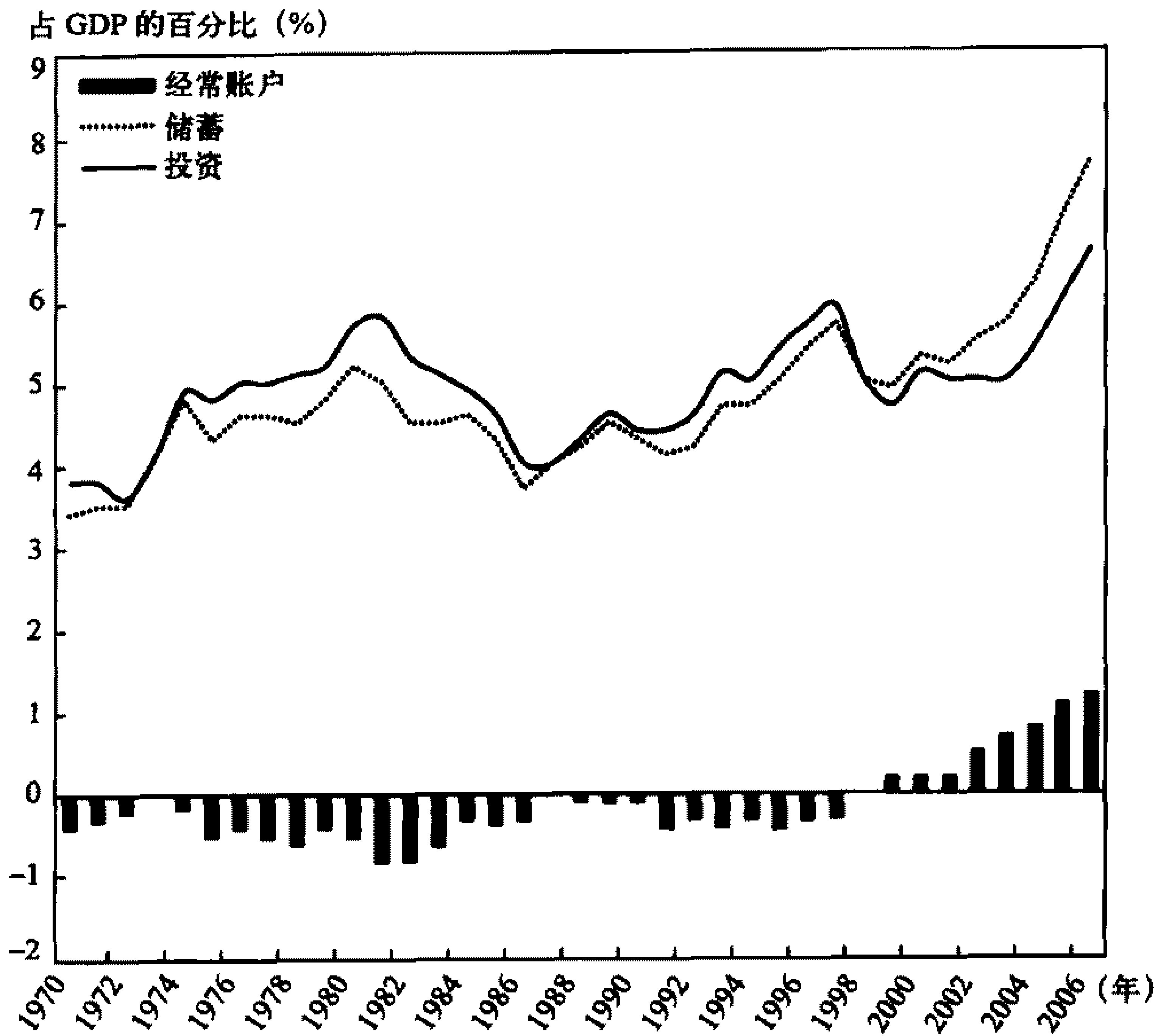


图 4.6　新兴市场经济体和石油出口国的投资和经常账户

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

现在来看看更狭窄范围内的全球分布情况。图 4.7 显示了 2006 年全球范围内的储蓄率和净借款额（储蓄和投资之差）。第一，它显示具有较低储蓄率的国家——例如美国、英国、中欧和东欧国家——输入资本，而具有较高储蓄率的国家——例如日本、独立国家联合体、亚洲新兴工业化国家、发展中的亚洲国家（包括印度和中国）——都输出资本。第二，它显示世界上的高储蓄经济体是发展中国家；而低储蓄经济体则是美国和英国，两者都是高收入七国集团的成员。第三，它表明各国之间储蓄率有极大差异，从美国极低的占 GDP14% 到中国令人难以置信的 59%。后者的储蓄率可谓经济史上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

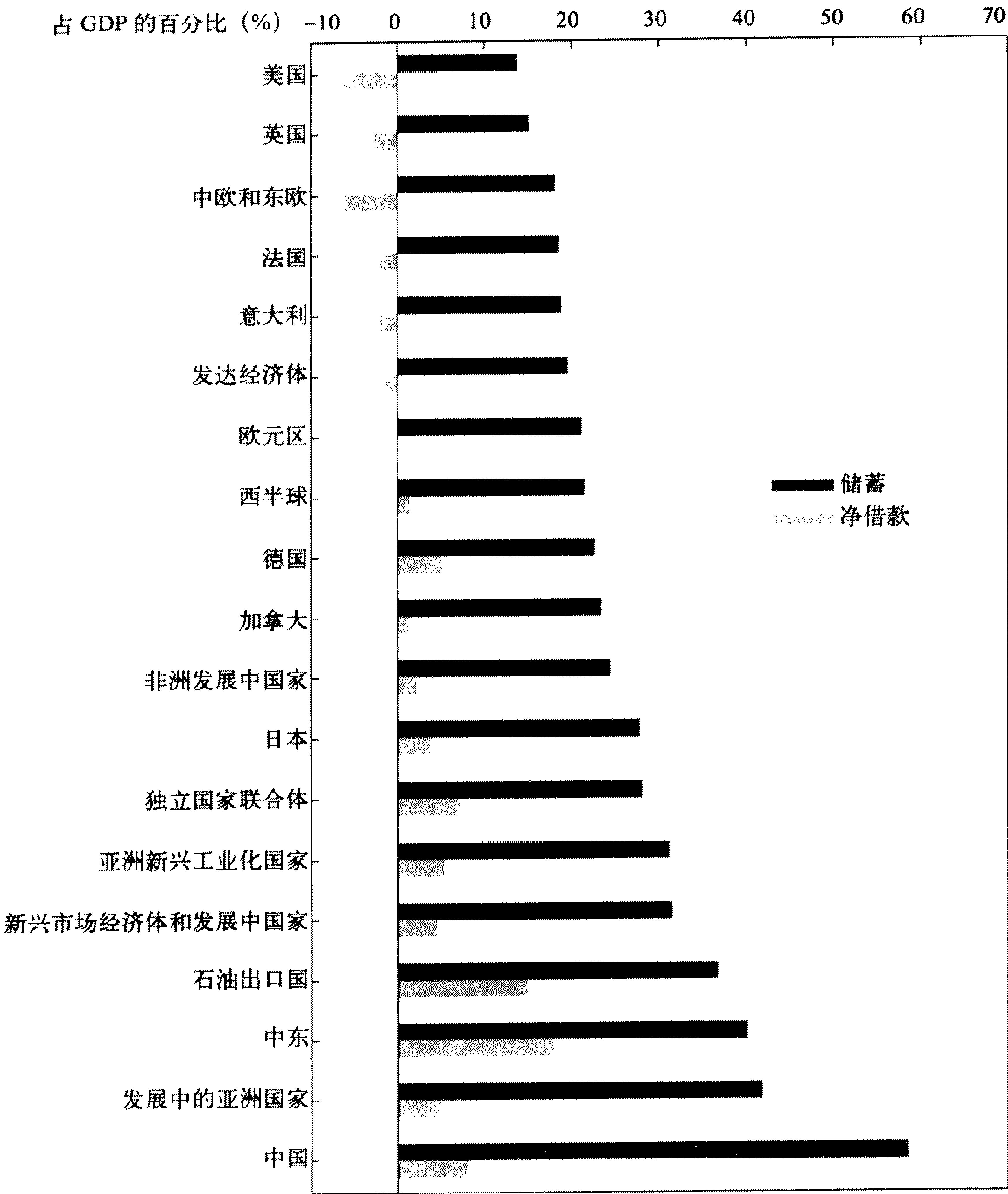


图 4.7　到底谁在存钱，2006

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

注：数据为储蓄及净国际借款占 GDP 的百分比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最高点。最后，这还表明了低储蓄率经济体对境外融资是多么依赖：比如2006年美国投资总额的1/3几乎都是来自境外融资。

我们再对具有高储蓄率的发展中国家进行深入探讨。这些国家的储蓄占全球储蓄的重要部分，而其面临的机会和挑战也是本书的核心内容（见图4.8）。东亚（除中国外）的发展中国家都是高储蓄率国家，其投资比例在1997~1998年间（金融危机期间）降至GDP的10%，再也没有恢复过来。直接后果就是经常账户赤字被大量和持续的盈余代替。

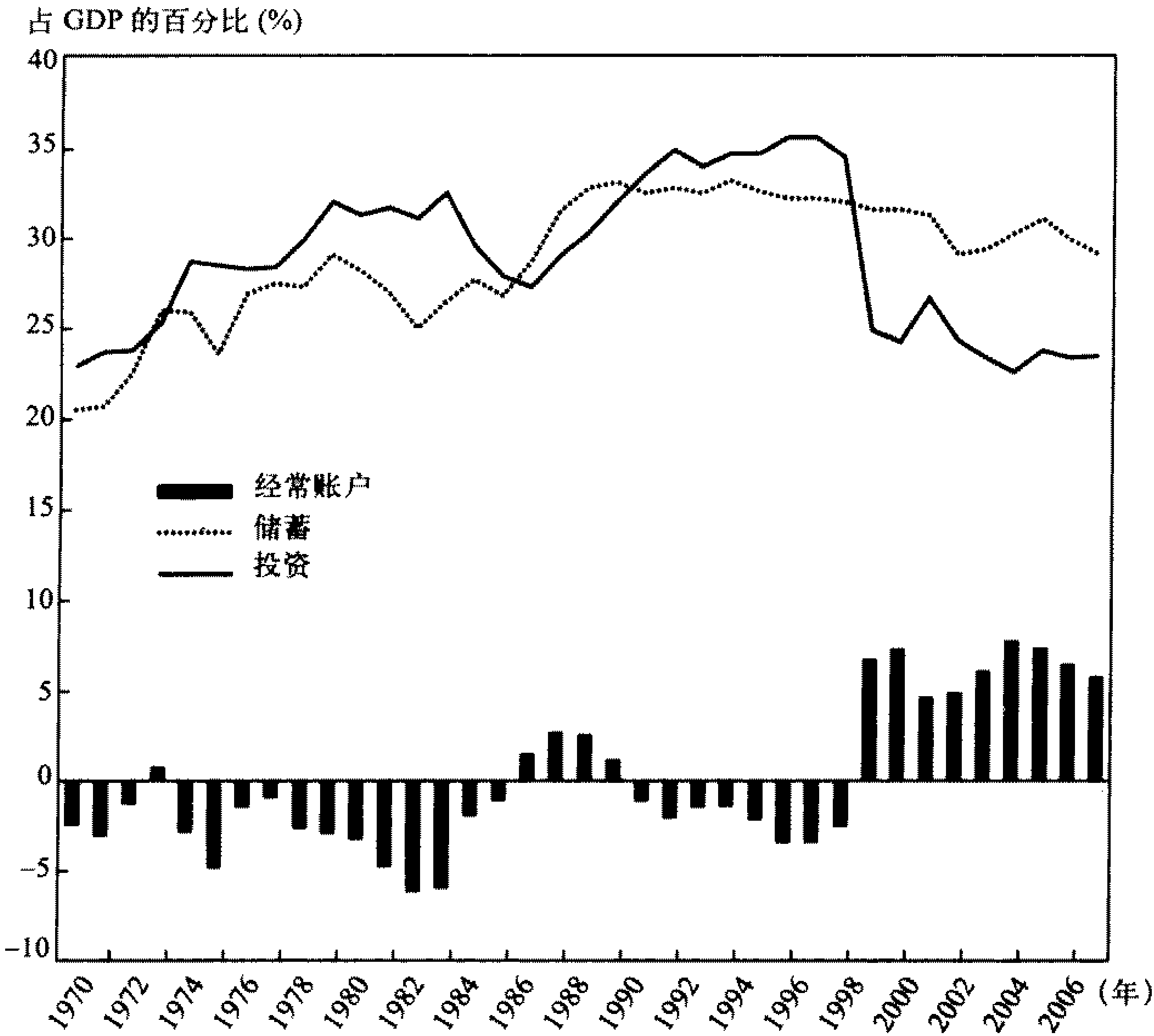


图4.8　东亚新兴市场经济体（不含中国）的储蓄和投资

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007年4月

而最具有意义的是，中国的情况正好与美国相反。局势非常清楚：不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思议的高速增长的投资率与甚至更高的储蓄率相适应（见图 4.9）。尽管拥有经济史上最高的投资率，中国的储蓄率仍然大大超过其投资率，而且这样的储蓄盈余正在出现爆炸性增长的趋势。

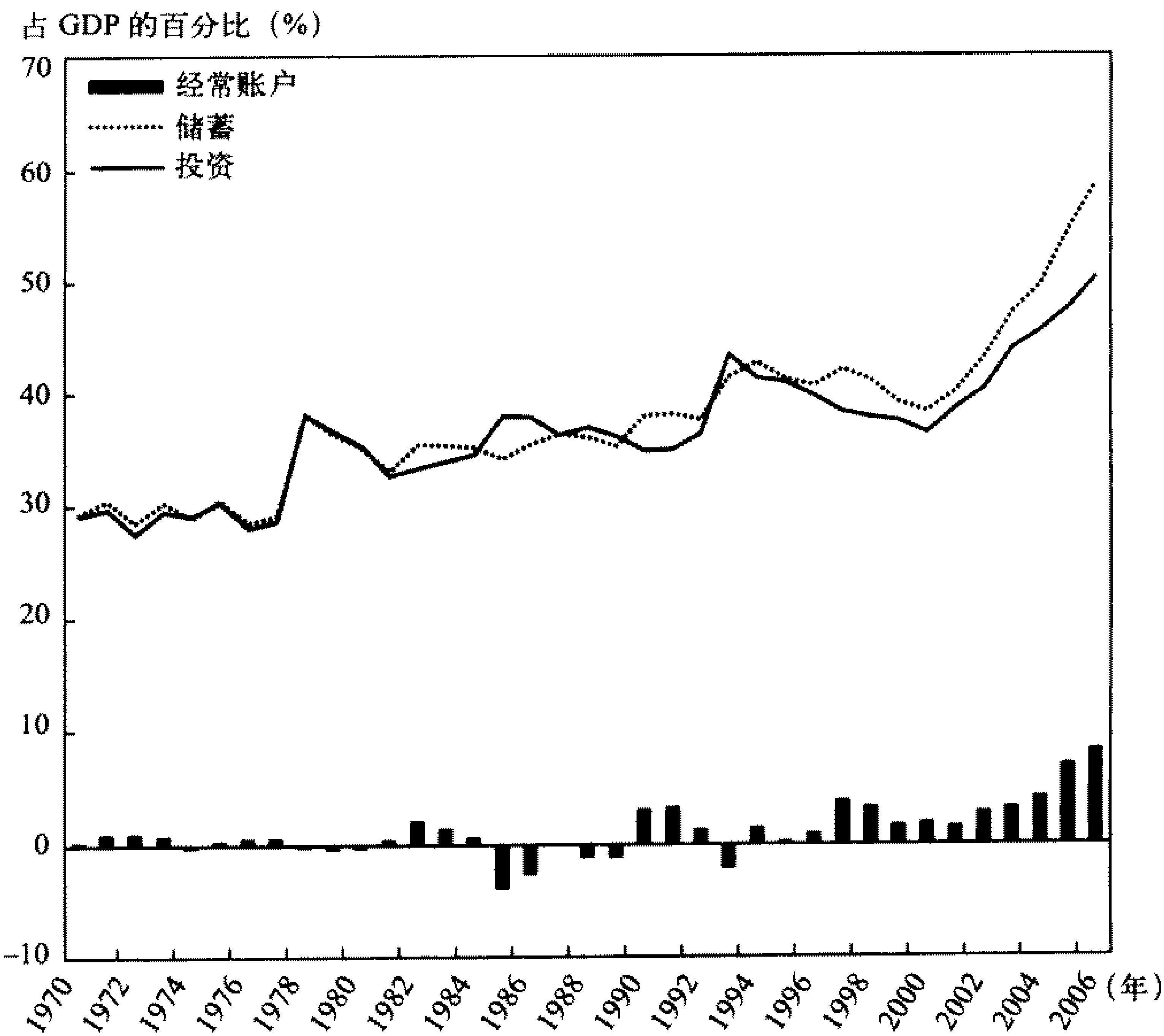


图 4.9　中国的储蓄、投资和经常账户

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

中国储蓄的来源也非常有趣，因为它们与大家的想象完全不同。中国的家庭储蓄额巨大。不过在过去五六年中，中国的储蓄增长主要归功于企业储蓄（见图 4.10）。中国政府要求国有企业必须赢利，而各企业都努力实现这一目标。企业通过减员增效开始赢利，但是政府尚未对企业拥有的资产收益进行分配，为下岗工人提供的保障很不完善，因而资金主要留在企业。政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本身也是一个巨大的储蓄者。中国大概有8亿贫困人口，而整个国家只消耗了其GDP的一半，其余部分被出口至世界其他地方。这个比例过高，也是中国拥有如此巨额经常账户盈余的原因。

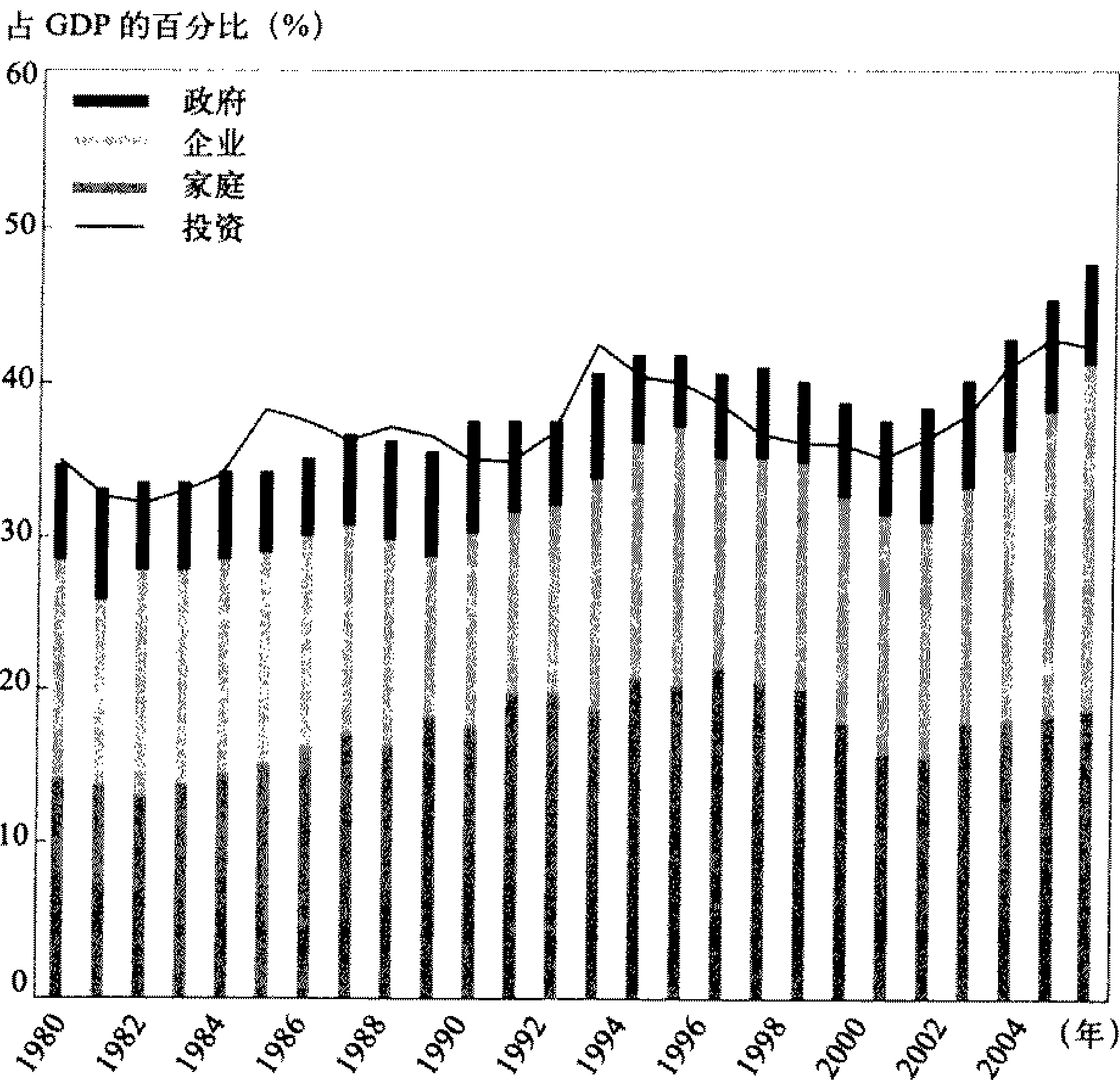


图 4.10　中国的储蓄分类数据

资料来源：UBS

现在再来看看石油出口国，这些国家逐渐成为重要的一部分。这些国家的收入有极大的增长。由于无法在短期消化所有的收入，现在它们拥有巨额储蓄盈余（见图4.11）。这些国家的一个有趣特征就是它们在超额收入的情况下支出比70年代更加谨慎。当它们的收入达到史无前例的高水平时，支出仍然保持非常低的水平，经常账户盈余在2006年占GDP的12%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

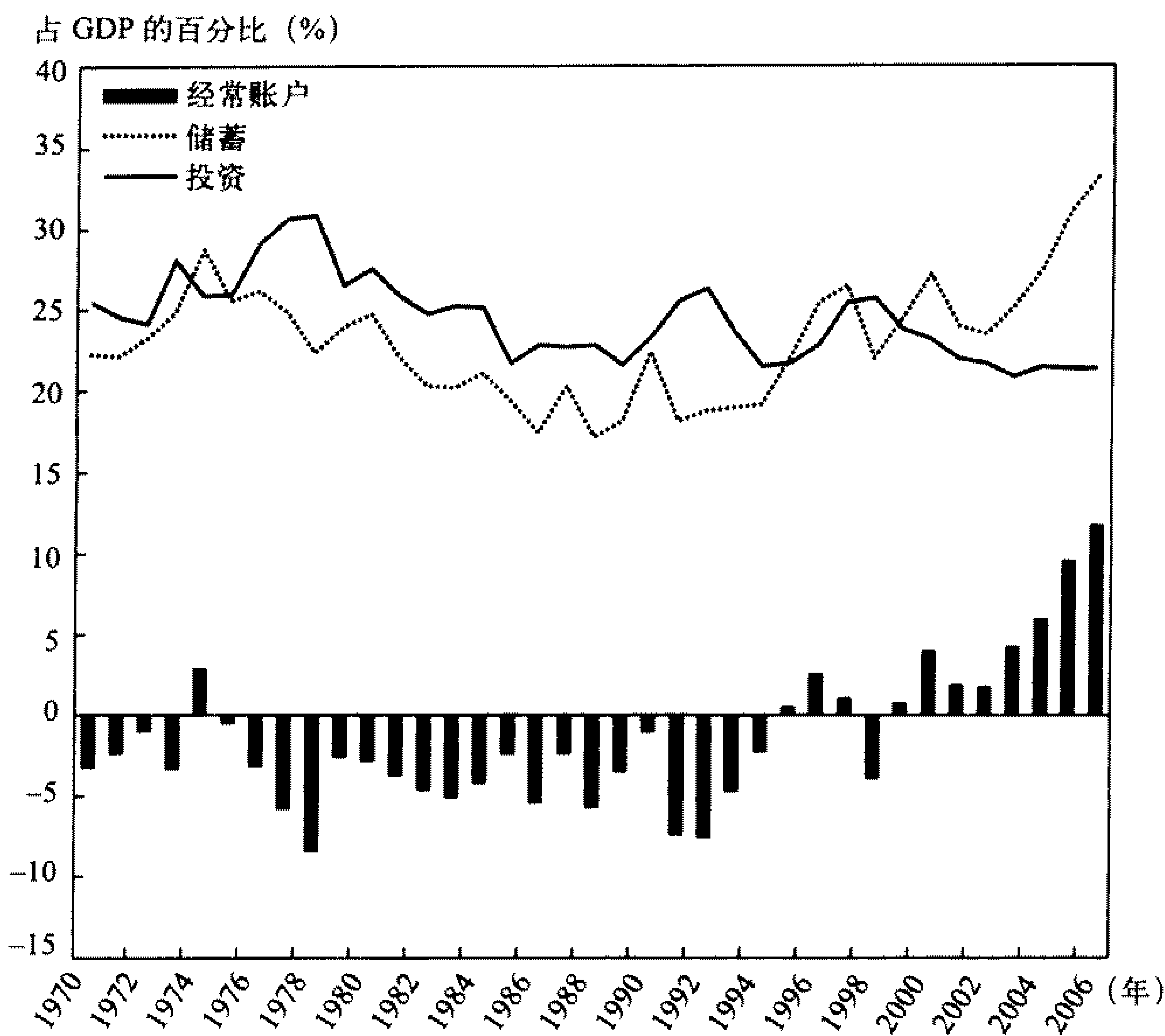


图 4.11　石油出口国的储蓄、投资和经常账户

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

最后，我们将其他新兴市场经济体归为一组。它们近年来收支基本平衡——2002~2004 年有小额盈余，之后在 2005 年和 2006 年有小额赤字（见图 4.12）。它们并未加重储蓄过剩问题，但是对于消除储蓄过剩也未做出任何重大贡献。

现在来看看高收入国家。日本一直是一个相对高储蓄的国家。1970 年，总储蓄占 GDP 的 41%。但是该比例在那之后迅速下降，2006 年为 28%。而投资由于经济的增速放缓也开始减少。国家作为一个整体开始显示出周期性的储蓄盈余，并体现在经常账户盈余和资本输出上。这并不新鲜。

自从 1990 年的股市泡沫破灭之后，日本最引人注目的是各部门表现出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

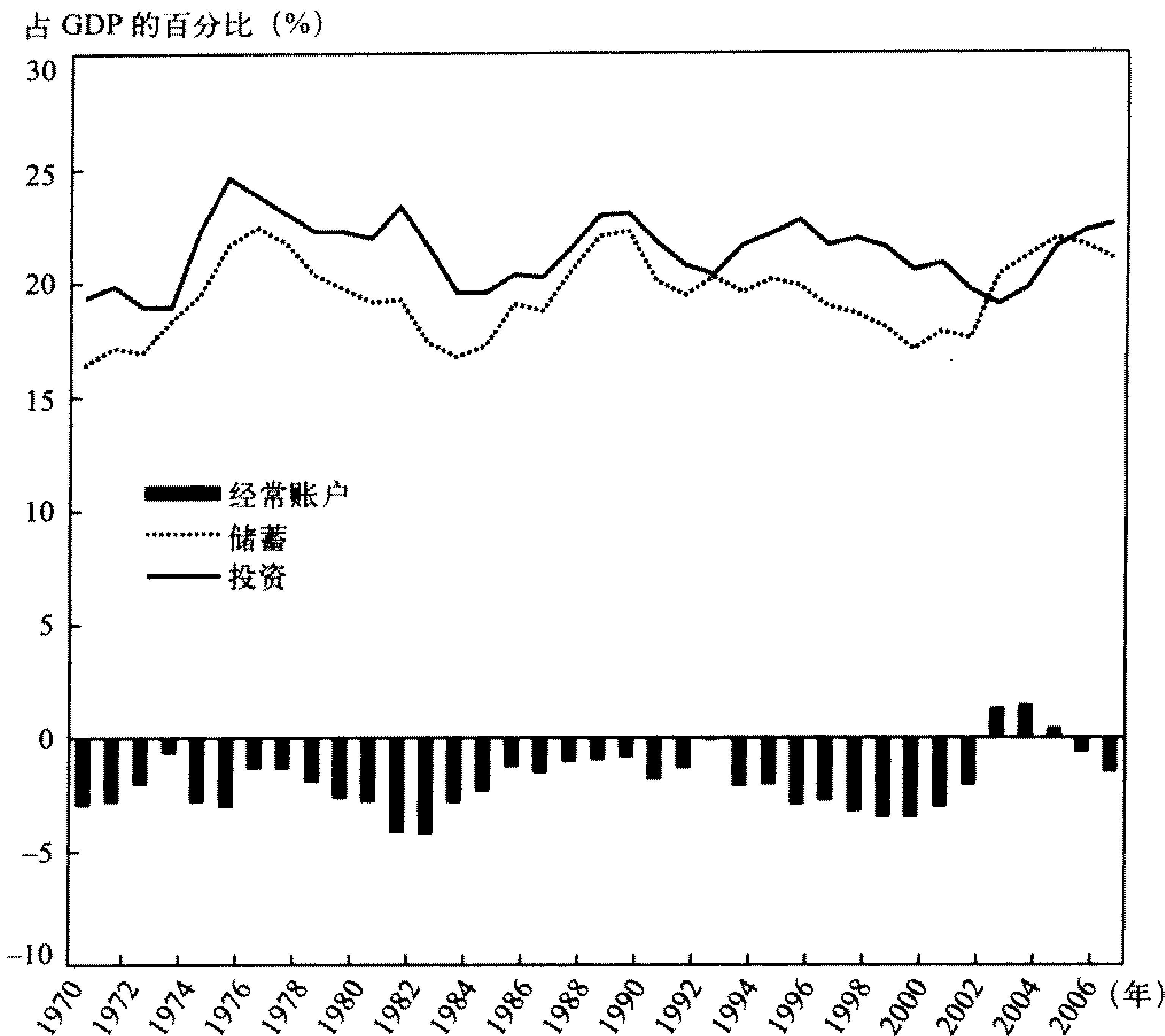


图 4.12　其他新兴市场经济体的储蓄、投资和经常账户

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

的不同的特点。① 1990~2003 年间，日本的企业储蓄（未分配利润）占 GDP 的比例从 14% 飙升至 21%。同时家庭储蓄占 GDP 的比例从 13% 降至 8%。但是，由于投资比例在同期从占 GDP 的 33% 骤降至 24%，私人储蓄与境内投资呈现上升的盈余态势。1990 年，日本的私人储蓄占 GDP 的比例比其投资总额所占比例低 6%（各占 GDP 的 27% 与 33%）。到 2003 年，私人储蓄占 GDP 的比例比投资总额所占比例高 6%（各占 GDP 的 30% 和 24%）。在日本，主要的抵消因素是公共财政储蓄，从 1990 年的占 GDP 的 8% 降至 –3%。公共

① 关于各部门对于储蓄盈余的分析来自 IMF《世界经济展望》(2005 年 9 月)，第 2 章。该数据更新至 2004 年，至今尚未有更新的可比数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政的急剧恶化抵消了私人储蓄上升和投资急降带来的效果，并防止了可能会出现的巨大衰退或经常账户盈余的巨额上升，或者，更可能是两者的结合。

不过，作为宽松财政政策的结果，日本的公共债务处于上升的趋势。而日本不断上升的公共债务则使得其企业能够修补它们在后泡沫时代受损的财务状况。[①] 但是对于整个经济来说，债务不是被减少而是被转嫁给了未来的纳税人。同时，日本并无过多的大量增长的储蓄需要世界其他经济体吸收。但是，状况可能得到暂时性的改善。当日本政府降低其财政赤字时，其经常账户盈余将会上升。

欧元区还是比较平衡的，既有很大的赤字也有很大的盈余：特别是德国，其相对于投资的储蓄盈余非常大（2006 年占其 GDP 的 5%）；而西班牙则有巨额赤字（2006 年约占其 GDP 的 9%）。不过从总体上看，在过去的 15 年里欧洲大致保持了平衡。这也是为什么欧元区的财政和货币当局认为其未加重全球失衡的原因。不过它也没有为消除失衡做出任何贡献。同时，有些欧元区之外的欧洲国家也存在大量储蓄盈余的状况，最明显的就是挪威和瑞士（2006 年都等于其 GDP 的 17%）。根据 IMF 的数据，整个西欧（除了英国）在 2006 年的储蓄盈余为 1 310 亿美元（见图 4.14）。

在分析了世界经济的主要参与者之后，可以看到新兴的亚洲国家，包括中国、石油出口国、日本，以及欧元区的国家，基本上都进入了储蓄盈余阶段，就像伯南克说的一样，现在让我们开始检视这个谜的最后一部分：美国。美国的 GDP 中投资所占比例一直比较稳定和合理，但是储蓄率却一直在下降。2007 年第一季度只占 GDP 总额的 14%。不过美国储蓄的分类数据具有很强的启发意义（见图 4.13）。由于利润率的提升，商业领域提高了储蓄水

① 关于日本后泡沫时期的债务积压问题在 Koo 的《资产负债表的衰退：日本和未知经济的斗争及对世界的含义》（*Balance Sheet Recession*）一书中有讨论。不少遭受金融危机打击的国家也面临债务积压问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平（以未分配利润的形式）。如果商业领域的储蓄水平高，而且GDP中投资所占比例又比较合理，来自境外的资本又呈爆炸性增长，其他地方的储蓄水平肯定要骤降。实际上，家庭储蓄就令人吃惊地处于低水平，在2005年和2007年的第一季度分别占GDP的2%和3%。同时，政府储蓄的巨大盈余于2000年降为巨额赤字，然后在2007年重新变为小额盈余。

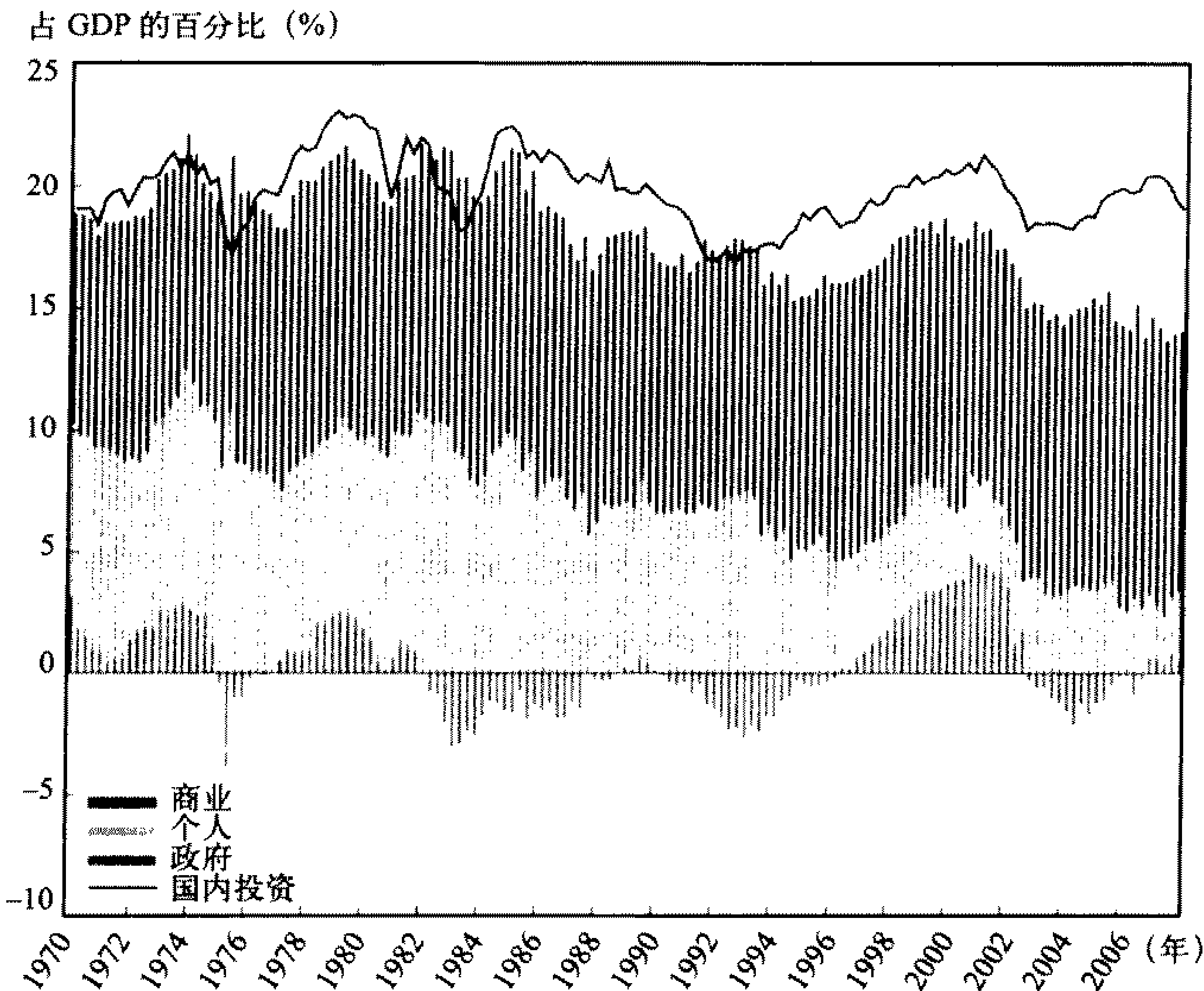


图4.13 美国的储蓄分类明细

资料来源：美国国民收入及产品统计数据

结论是什么呢？相当多的重要区域由于储蓄高于投资而拥有盈余。美国则吸收了世界其他地方的约70%的盈余，不过不是通过增加投资而是通过高额消费和低水平储蓄。[①]

① 麦肯锡全球研究院：《美国失衡行为》（*U.S. Imbalancing Act*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球国际收支

国际收支是资本全球流动的工具。资本盈余的地区拥有经常账户盈余（资本账户赤字），而拥有资本账户赤字的地区情况则正好相反。这正是我们目前见到的储蓄盈余以及资本账户赤字建立起来的方式。

世界上有两个主要的盈余区域：亚洲和石油出口国，西欧也做出了一定的贡献（见图 4.14）。亚洲的新兴国家在世界石油需求增加中也做出了很大贡献，这也推动着石油价格的高企，2002~2005 年世界石油需求的增长部分有一半来自亚洲。发展中国家，主要是中国以及某种程度上的印度和亚洲其他国家，第一次成为比发达国家更为重要的石油市场的主导因素。我们在 2006 年看到了什么？整个亚洲的盈余为 5 110 亿美元（中国 2 390 亿美元，日本 1 700 亿美元，亚洲其他国家为 1 020 亿美元）。石油出口国的盈余为 3 960 亿美元。除英国外的西欧国家盈余为 1 310 亿美元。英国的赤字为 680 亿美元。美国赤字为 8 570 亿美元。其余的赤字部分，包括全球国际收支余额，为 1 120 亿美元。

这就是 2006 年的整体状况。能够预见到什么情况？IMF 提供了关于全球国际收支占全球产出百分比的分析（见图 4.15）。这份很有用的研究明确地指出了美国作为全球主要借款人以及亚洲和石油出口国作为主要资本来源地的程度。该研究同时表明亚洲正在稳步地发展成为世界资本来源地，使得该趋势更有不同寻常意义的是亚洲为石油净进口地。如果亚洲能使经常账户盈余与国际高油价并存，将使得该趋势意义非凡。

如果对亚洲进行仔细观察，我们会发现中国取代了日本成为最大的资本盈余国。日本在很长一段时间里一直持有巨额盈余，不过现在中国的盈余更大（见图 4.14）。根据图 4.16，中国实际上仍然属于亚洲新兴国家。中国 2006 年的经常账户盈余为其 GDP 的 9.1%。其他的大国，比如印度也属于这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一类型，不过盈余水平与中国相比仍然差距很大：2006 年为其 GDP 的 2.2%。日本在很长时间一直持有巨额盈余，但是其占 GDP 的比例一直相当稳定。2006 年该比例为 3.9%，不到中国的一半。日本的盈余从未接近其 GDP 的 9%。实际上中国在世界经济中扮演着独一无二的角色：其既是最大的资本输出者

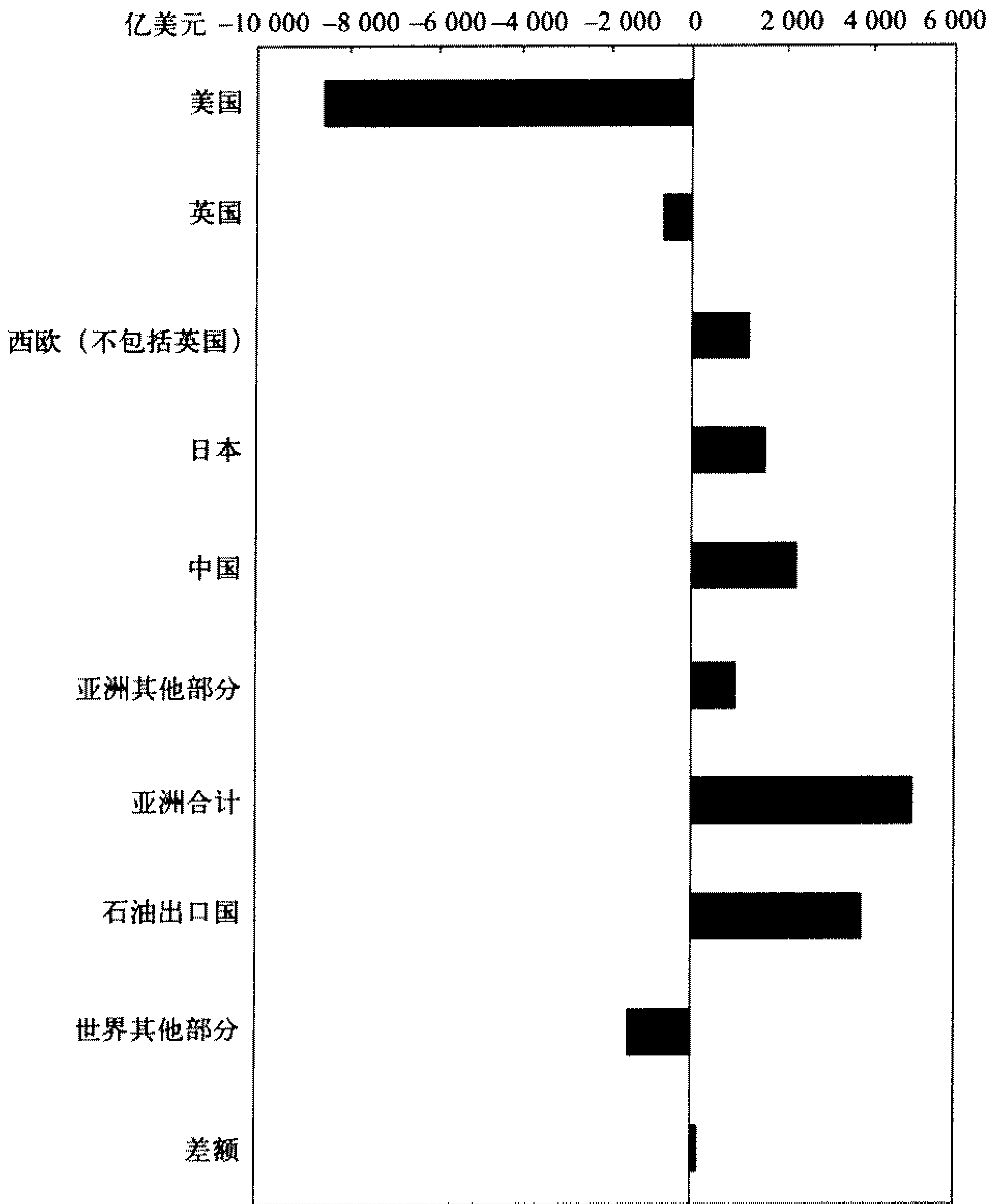


图 4.14　全球经常账户，2006

资料来源：IMF《世界经济展望》，2004 年 4 月和 2007 年 4 月；《世界经济展望数据库》
注："差额"主要由于四舍五入造成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（就像 19 世纪末叶的英国），又是发展速度最快的“新兴巨人”（美国曾扮演的角色）。

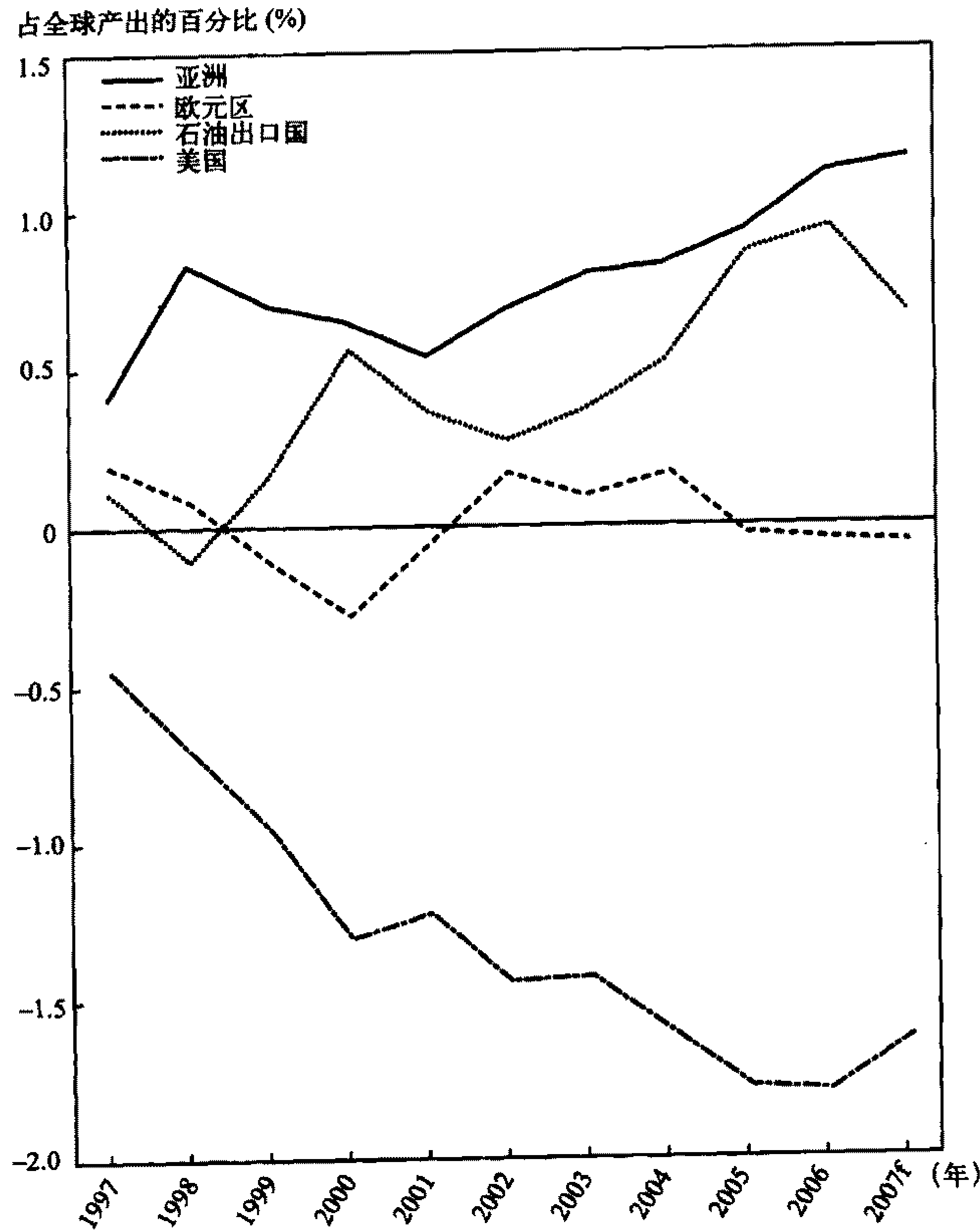


图 4.15　全球经常账户余额

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

注：f 指预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4.16　亚洲经常账户余额

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

注：f 指预测

全球国际收支应该"平衡"（实际上，由于在测算上不可避免会出现误差，平衡没有实现，不过误差不大）。美国增长的经常账户赤字的相对方是谁？ 1996~2006 年，美国的赤字增长了 7 400 亿美元。在该期间，其他高收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入国家（澳大利亚、加拿大、英国、西欧其他国家以及日本）累计的经常账户盈余仅为 480 亿美元（日本一国就盈余了 1 050 亿美元）。中国的盈余是 2 320 亿美元，亚洲其他新兴国家和地区（包括新近工业化的亚洲国家和地区，中国香港、新加坡、韩国和中国台湾）为 1 490 亿美元，石油出口国为 3 680 亿美元，世界其余地区为 –1 010 亿美元。实际上说明美国所有的赤字相当于新兴经济体（包括石油出口国）的盈余总额。

"第二代布雷顿森林体系"中的外汇干预

转向经常账户盈余表明国内一定会出现储蓄大于投资的变化。政策方面的问题是：为什么会发生这样的变化？这是私人行为的结果还是政策决策的结果？如果是，哪些是？实际上主要是政府决策的结果。政策的效应支持了大量新兴市场国家出现储蓄盈余，但是这样的改变并不那么容易发生。

广泛来讲，亚洲新兴国家采取的政策是我的老师马克思 · 科登（Max Corden），一位非常出色的澳大利亚国际经济学家，称为"汇率保护主义"的政策，该政策通过故意维持低估的实际汇率来促进贸易和提供服务。[①] 汇率保护主义的最好例证就是对于外汇市场的官方干涉以及后续的外币储备行为。汇率保护主义的动机非常复杂：部分是为了通过促进出口来影响产业政策，部分是为了抵御第 3 章中讨论的金融危机。

结果就是出现了分析师所谓的"第二代布雷顿森林体系"，这是为了纪念汇率固定但是可以调整的、由 IMF 进行监控的布雷顿森林体系，该体系在

① 科登：《汇率保护》（*Exchange Rate Protection*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"二战"结束后设立而于1971年解体。[①] 政策的后果之一是要求产生经常账户盈余时必须对应产生储蓄。如果该目标未能达到，则会出现超额的支出、通货膨胀、对竞争的侵蚀以及最终的政策失败等后果。

假设一国试图将其汇率调整至低于市场出清水平。无可否认的是市场出清水平本身可能因为控制而遭到扭曲，大部分的控制都是在资本流出方面，这也是当前中国的情形。这本身可能就是政府进行干涉保持低汇率的原因。有两种情况可能会发生：经常账户盈余；如果资本账户的渗透性够强（就像任何能够实行贸易开放的经济一样），投机性资本就会涌入，因为有钱人认为这是货币的单边博弈。

当局必须从出口国（或其银行）购买外汇并将这些外汇放入外汇储备当中，但是它们必须确保收入大于支出（即保持经常账户盈余）是可持续的。这个目的可以通过财政政策（高税负和低消费）与货币政策（目的为"冲销"央行多发行的货币，其中绝大多数表现为商业银行在央行的存款，这些货币本来是用于购买进入市场的过剩外汇）[②]来实现。这些货币政策包括对银行准备金的要求、对借款的直接控制，以及向更广大的公众或者银行出售央行流动性不佳的资产或政府债务。这些货币措施还极有可能包括较高的国内利率。这些措施能够取得不同程度的成功，但是：银行会找到逃避准备金要求的方法；信贷控制可能被人忽视；高利率可能会吸引更多的资本流入该国，并且提高货币政策的操作成本（该成本在境内利率超过政府在境外所持外汇的利率时开始出现）。

一旦政府为控制名义（和实际）的汇率水平而采取的大规模外汇干预不

① 相关理论和名称由3名共同为德意志银行工作的经济学家：加州大学的迈克尔·多利（Michael Dooley），桑塔·克鲁兹（Santa Cruz）以及彼得·加博（Peter Garber）提出。他们的理论在一系列文章中得到阐述，包括《国际经济的两个危机》（*The Two Crises of International Economics*）。

② 见第1章关于稳定的解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功，经济就会变得过热。实际的汇率将借助更高的通货膨胀而上升，而不是反映在名义汇率的上升上。

那么这个新的政策体系是如何演变的？非常戏剧化的是，新兴市场经济体作为整体面临经常赤字的最后一年是 1999 年。自那以后，它们进入了大量经常账户盈余的时期。IMF 相信该数字在 2006 年达到了 5 440 亿美元（见图 4.17）。请记住，这些国家还持续和稳定地接受外国直接投资（FDI），该数字在 2006 年达到 2 670 亿美元。“其他私人资本流入”几乎为零，在 2000 年后，官方的实际流出（而非储备）是极大的负值，这大部分是来自石油出口国的资本。

最突出的平衡项目是外汇储备的积累。它们是外汇市场干预的副产品，也代表了官方资本的流出，这也是它们为负数的原因。新兴市场经济体 2000~2006 年的外汇总储备接近 2.65 万亿美元。私人部门希望累积对于这些国家的净债权，而国家则决意阻止此类事件的发生。从本质上说，政府把经常账户巨额盈余和直接投资的净流入作为外汇储备进行循环，这肯定是史上最大的循环操作。

如果没有这种干预会发生什么呢？假设汇率上调而经常账户盈余收缩，政府将采取更多的国内扩张政策以避免经济进入停滞状态。

现在让我们看看亚洲的发展中国家，它们是这个故事中最重要的角色。它们的经常账户从 1997 年（即亚洲金融危机，见图 4.18）起都是盈余。但是盈余额在近些年呈爆炸式增长趋势，这完全是因为中国。2006 年其经常账户盈余超过了 2 500 亿美元。这一数字外加持续强劲的 FDI 流入——2006 年达到 1 000 亿美元，都直接进入了外汇储备，在 2000~2006 年间增加了 1.93 万亿美元。这样，亚洲发展中国家在新兴市场经济体的外汇储备增幅总额中占 3/4 的份额。

中国的储备确实巨大。直到 2004 年，其经常账户盈余都还不大，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

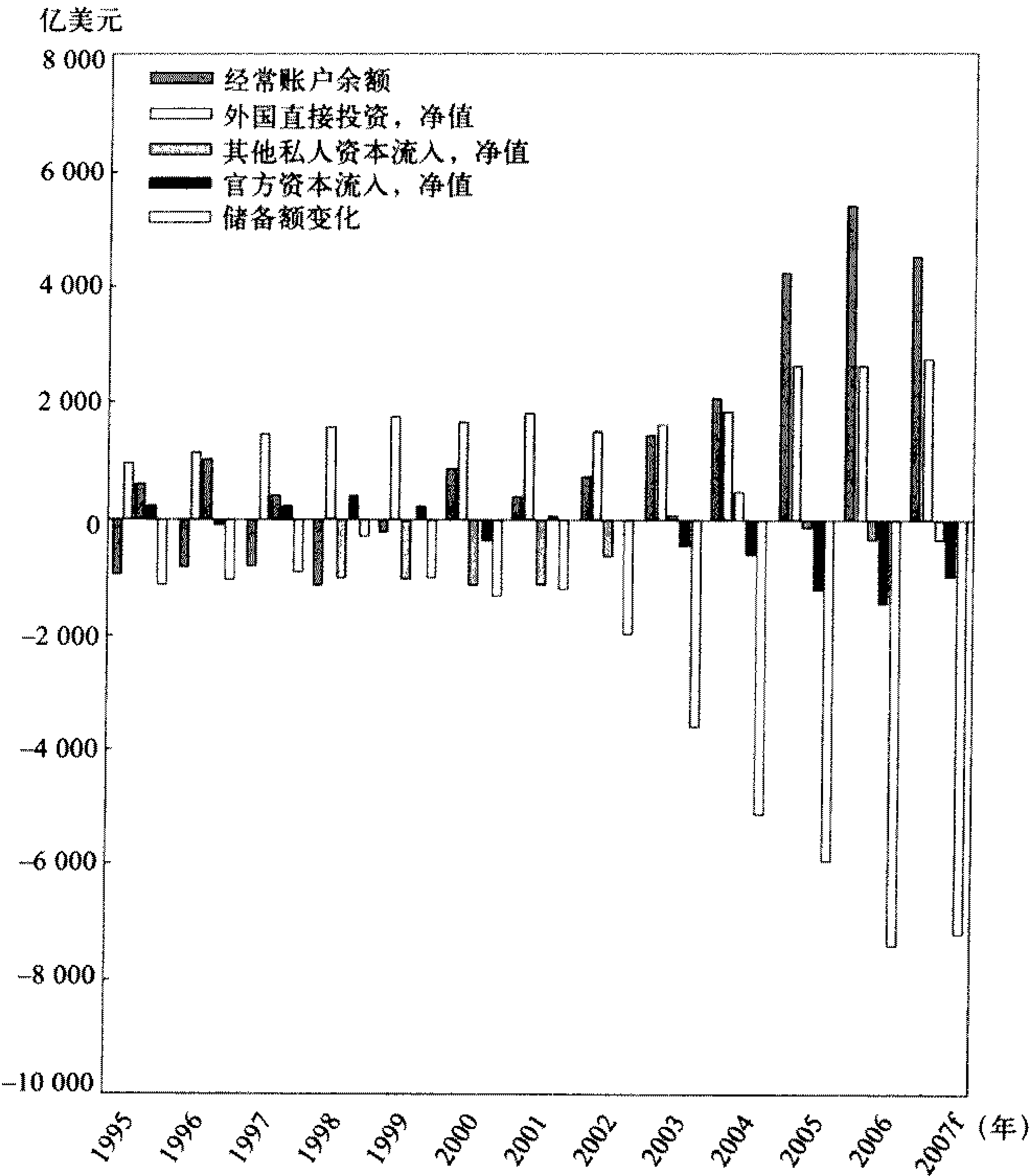


图 4.17　新兴市场经济体的国际收支

资料来源：IMF《世界经济展望数据库》

注：包括亚洲的新兴工业化经济体和以色列，f 指预测

只是保持 FDI 的正流入，偶尔有其他私人资本的净流出。但是现在有了两个改变：经常账户盈余爆炸性地增长，从 2004 年的 690 亿美元增加到 2006 年的 2 500 亿美元（见图 4.19）。同时最主要的平衡项目：官方外汇储备的增长额，2000~2006 年间只有 9 000 多亿美元，而仅在 2006 年一年就达到 2 500 亿美元。2007 年的增长更是迅猛，达到了 4 620 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

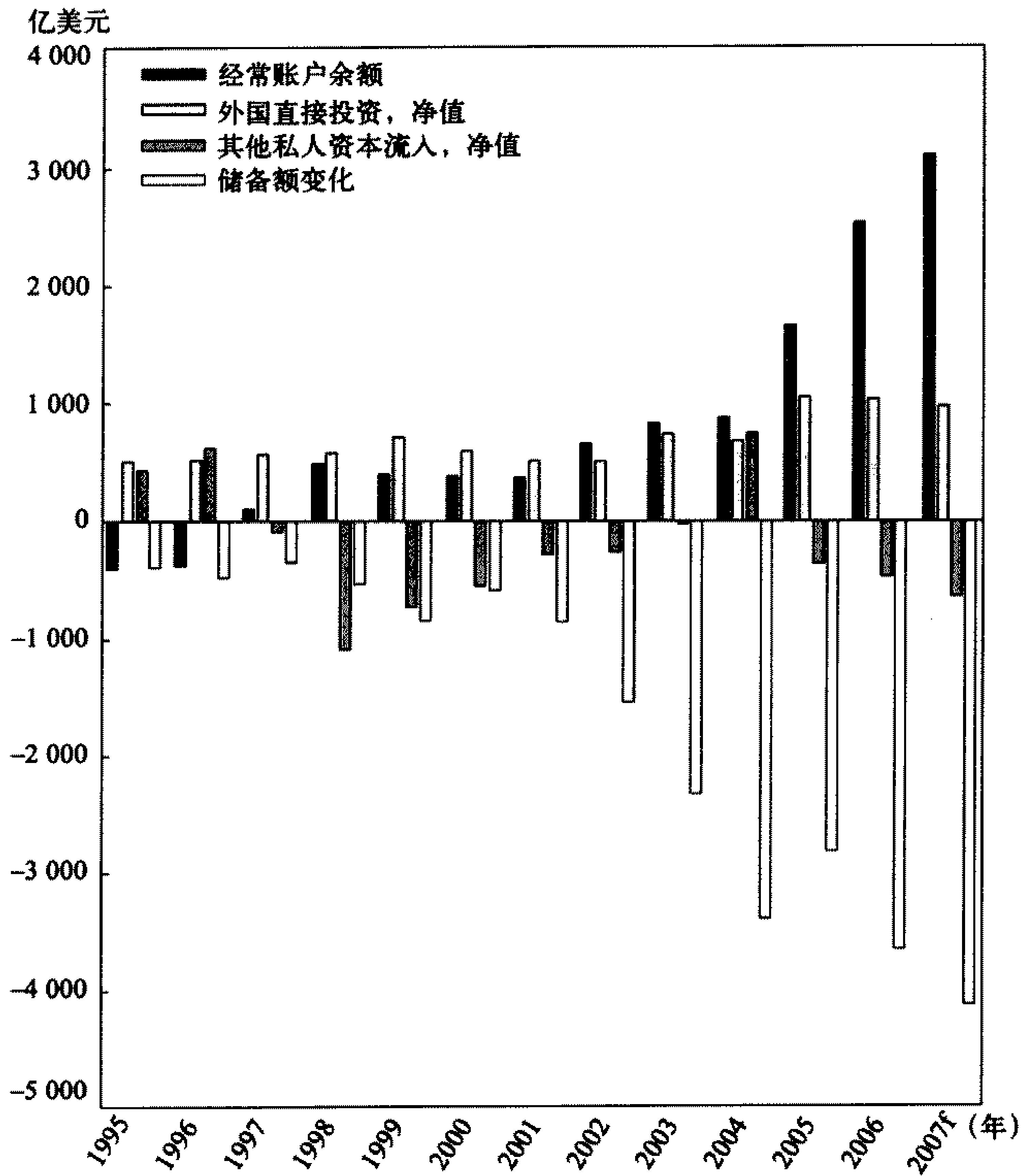


图 4.18　亚洲发展中国家的国际收支

资料来源：IMF，《世界经济展望数据库》

注：包括亚洲新兴工业化经济体；f 指预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

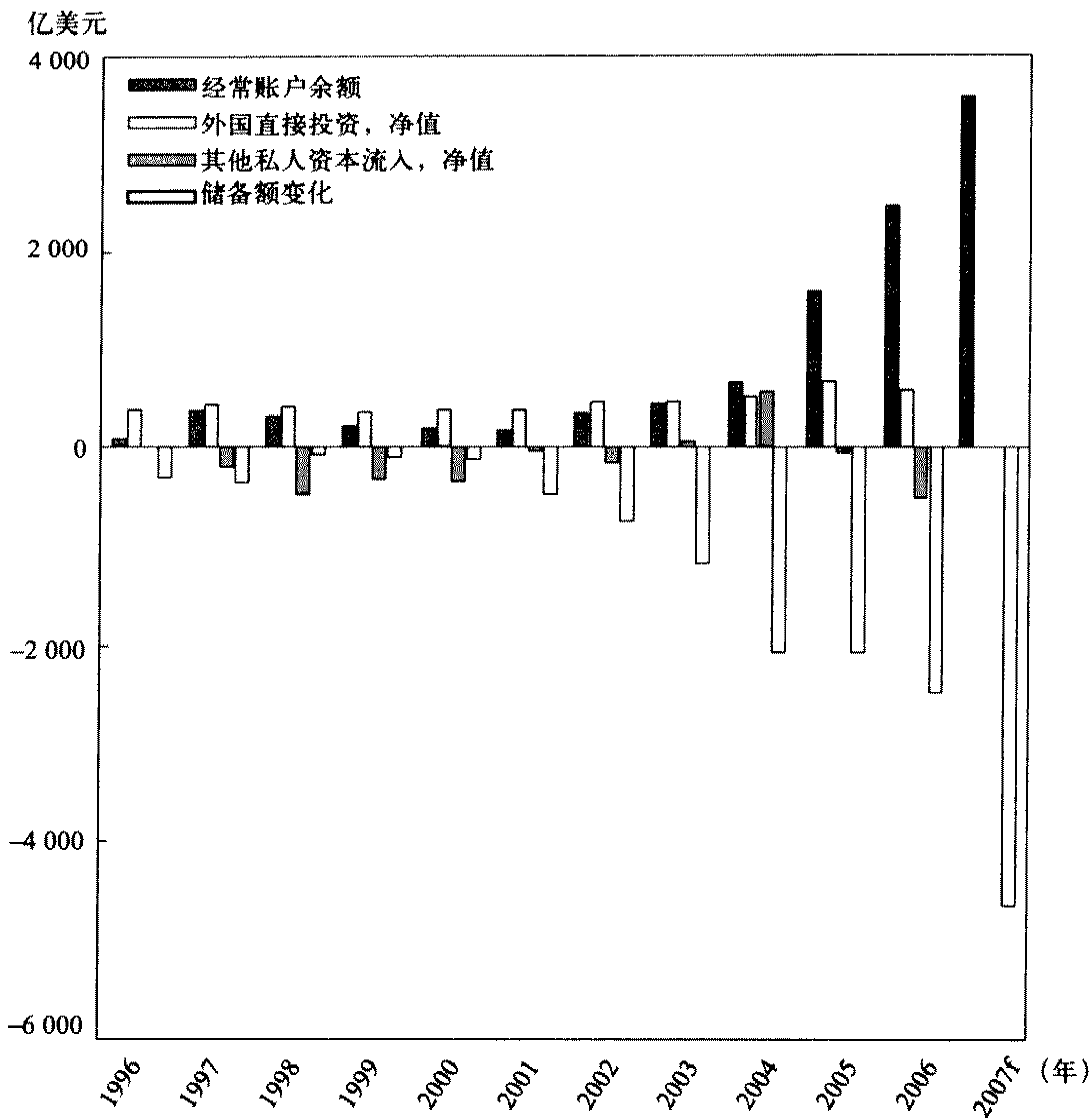


图 4.19 中国的国际收支

资料来源：IMF，未出版数据

注：f 指预测

紧随亚洲新兴市场经济体，下一个重要的角色就是石油出口国（见图 4.20）。中东 2005 年和 2006 年的经常账户盈余为 2 000 亿美元，与它们官方的资本流出和储备积累平衡。同时，独联体（以俄罗斯为首）在 2006 年经常账户下累积了 1 270 亿美元的储备（见图 4.21）。从总量上来说，独联体 2000~2006 年的外汇储备量为 3 400 亿美元。1998 年，俄罗斯政府有过债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

违约。至于东亚国家，（外部）冲击得到了控制。现在可以肯定的是它的偿付能力很好，因为其大部分储备源于石油和天然气收益，以及可用于官方储备的私人资本。

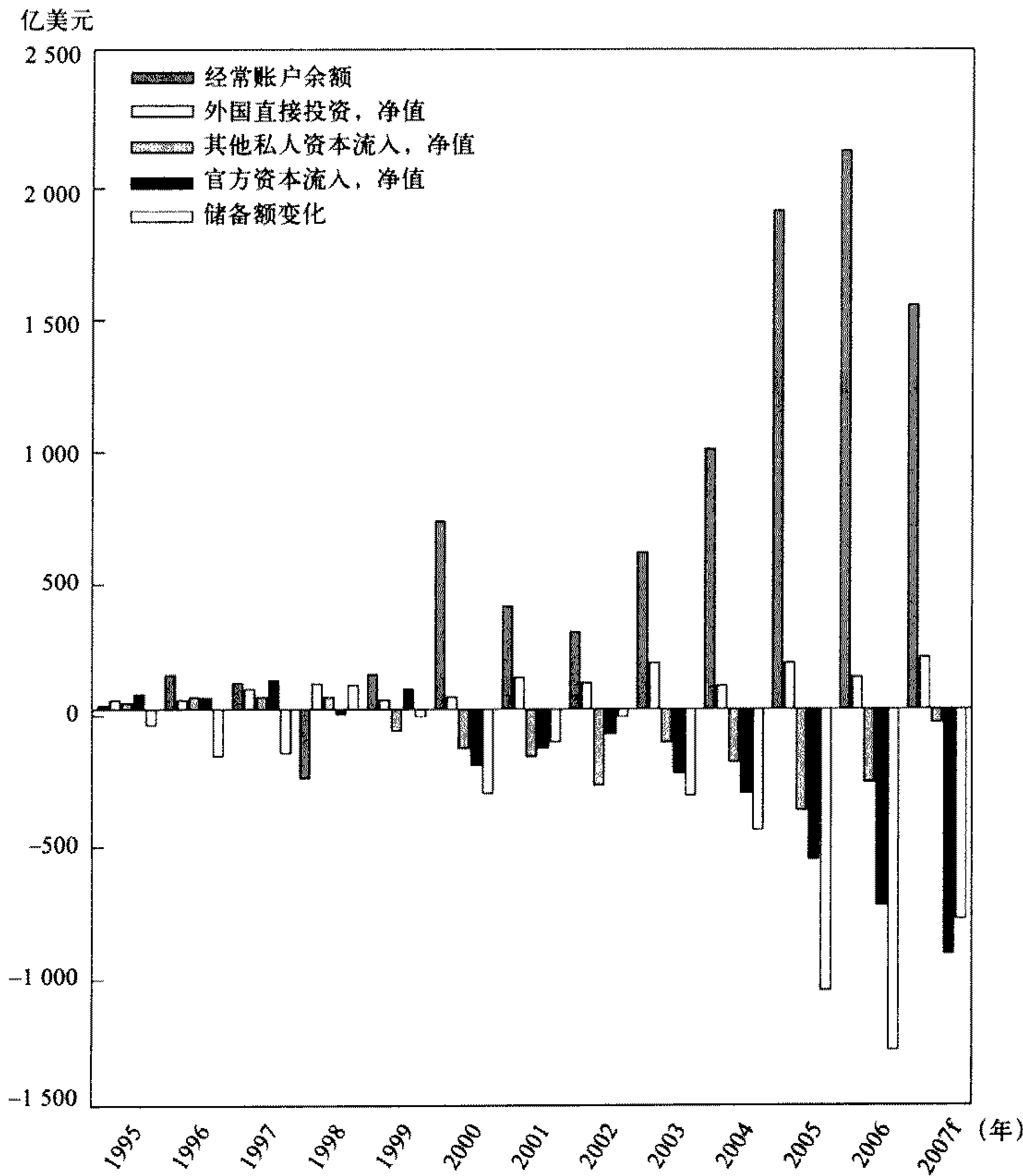


图 4.20　中东的国际收支

资料来源：IMF《世界经济展望数据库》

注：f 指预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

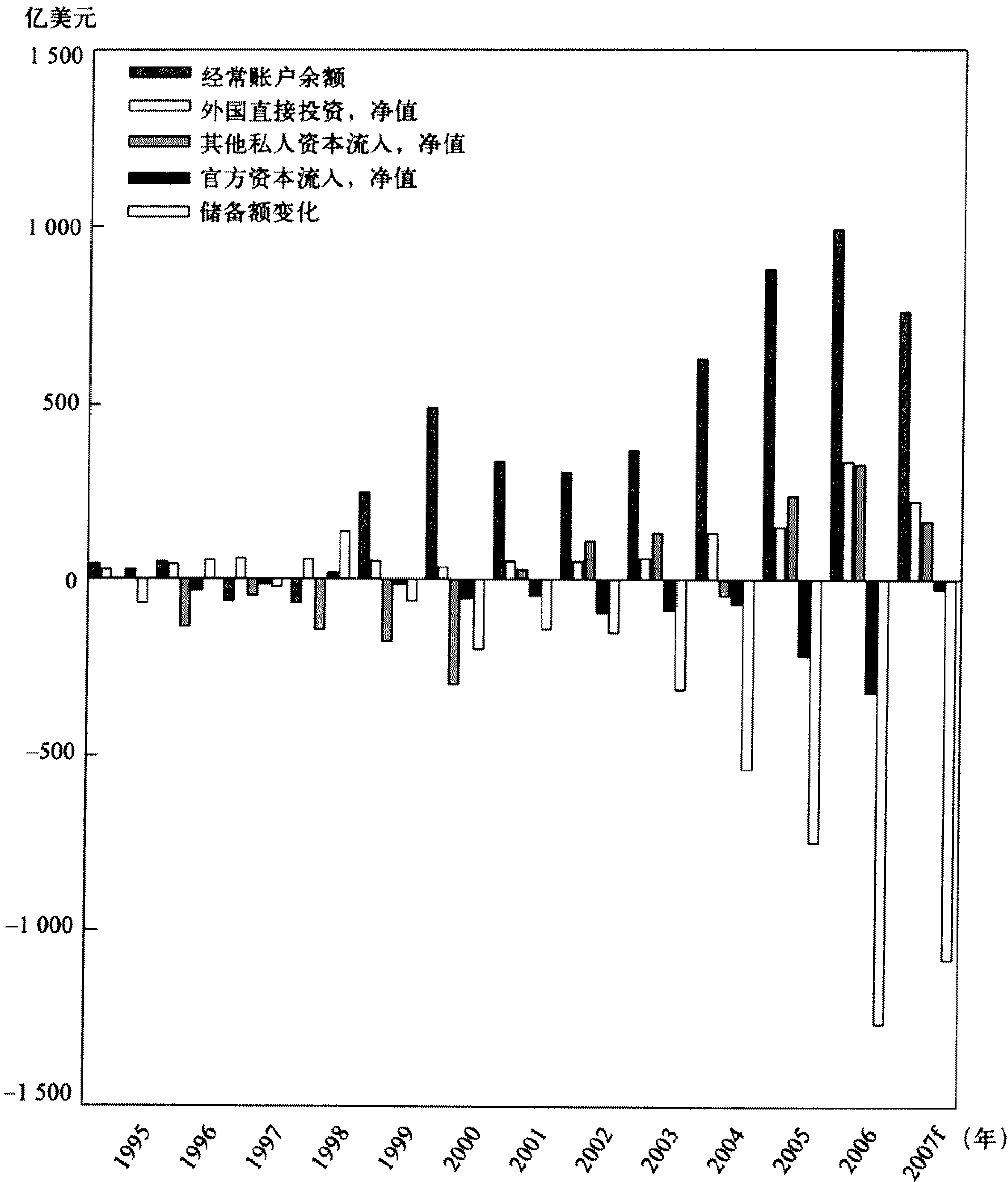


图 4.21　独联体的国际收支

资料来源：IMF《世界经济展望数据库》

注：f 指预测

甚至西半球在 2002 年以后也不再出现经常账户赤字，并且开始累计外汇储备，尽管只是以比较低的增速进行：2000~2006 年增加额为 1 400 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。实际上，新兴市场唯一有大额经常账户赤字的地区是中欧和东欧（见图 4.22）。这些现在基本上都是欧盟成员的国家都可以不被考虑。它们在 2006

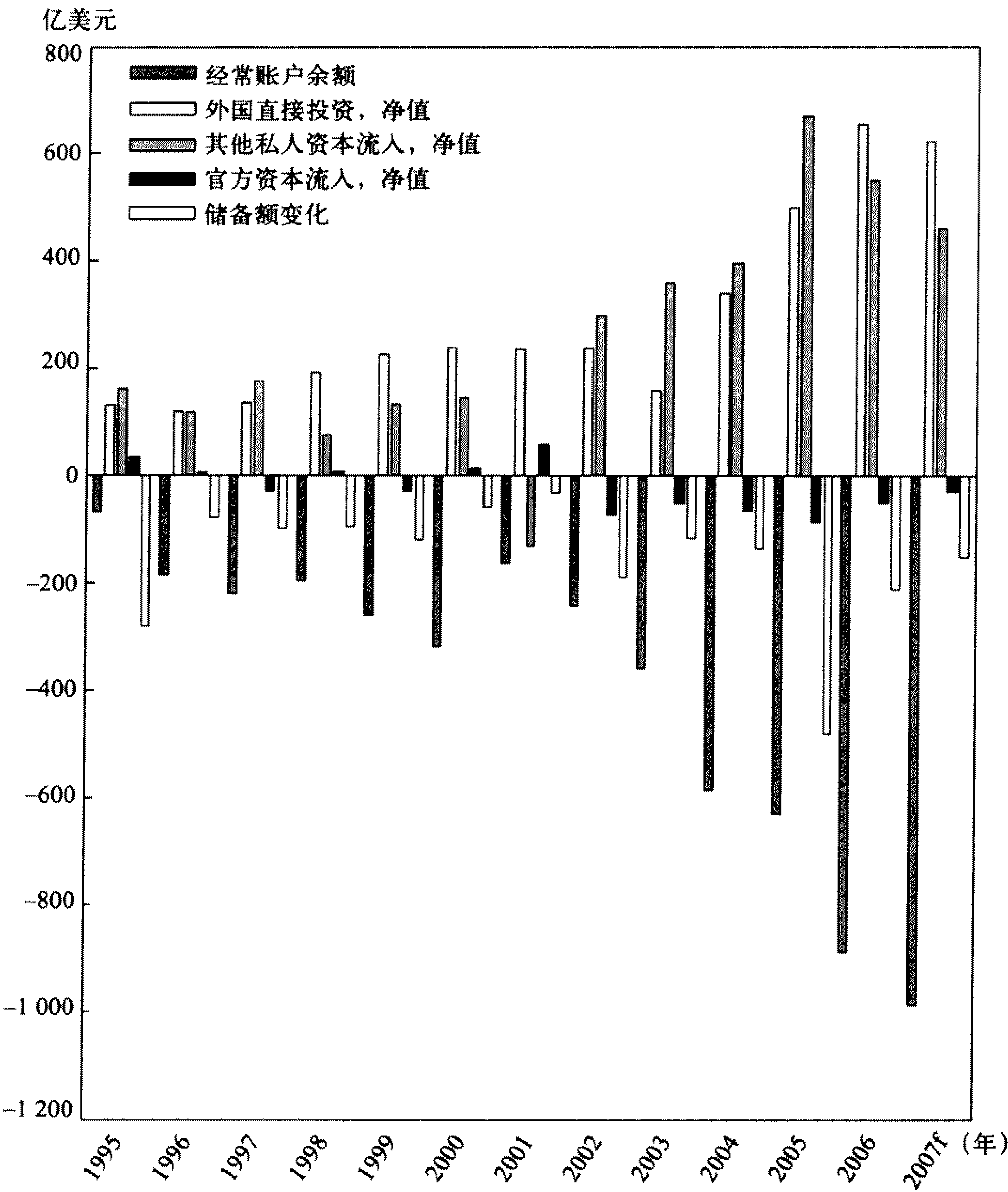


图 4.22 中欧和东欧的国际收支

资料来源：IMF《世界经济展望数据库》

注：f 指预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的经常账户赤字接近 1 000 亿美元，主要由资本流入构成。在积聚外汇储备的过程中它们一直保持中等水平。换言之，2000 年后中欧和东欧成为新兴市场中唯一还保持 80~90 年代类似做法的地区。

中欧和东欧是例外。纵观新兴市场，巨额经常账户盈余和可观的私人资本流入，通过政府管理的资本流出而被循环出去，在绝大多数情况下以投资于美元的外汇储备形式存在。此类政策的后果（实际上也是其动机之一）是将名义汇率保持在应有的水平之下。既然政府能够控制这些政策潜在的通货膨胀效应，它们也能够让各行业更积极地生产更多贸易品（或者提供更小范围的服务）。

这些政策的结果就是外汇储备的急剧增加（见图 4.23）。2007 年 3 月，全球外汇储备达到 5.3 万亿美元。单是中国就有 1.2 万亿美元，日本有 8 900 亿美元。中国台湾和韩国的储备均多过整个欧元区。亚洲拥有 3.3 万亿美元，这已经超过了全球的 3/5。还有一个大型的外汇储备国是俄罗斯，它拥有 3 300 亿美元的外汇储备。在持有更多投资基金的同时，发展中的石油出口国还拥有高达 3 700 亿美元的官方储备。

最突出的是，自始以来有 2/3 的外汇储备是在 2000 年后的七年半内累积的（见图 4.24）。1999 年 12 月到 2007 年 3 月，中国的外汇的增长为近 1.05 万亿美元，大约等于其 2006 年 GDP 的 40%。其他的巨额增长国和地区是日本（6 110 亿美元）、韩国（1 700 亿美元）、中国台湾（1 610 亿美元）、印度（1 600 亿美元）、石油出口国（2 680 亿美元）、俄罗斯（3 220 亿美元）和巴西（740 亿美元）。整个亚洲的增幅为 2.36 万亿美元，占全球增长量的 2/3。1999 年 12 月到 2007 年 3 月，外汇的储备达到了惊人的 3.519 万亿美元。其中外汇储备最多的是中国，其 2006 年的外汇储备接近 2 500 亿美元，并且在 2007 年上半年以每年超过 500 亿美元的增幅增长。中国现在甚至超过了日本成为官方债权人（见图 4.25）。2006 年，中国有大约 10% 的 GDP 是以官方外汇的形式持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

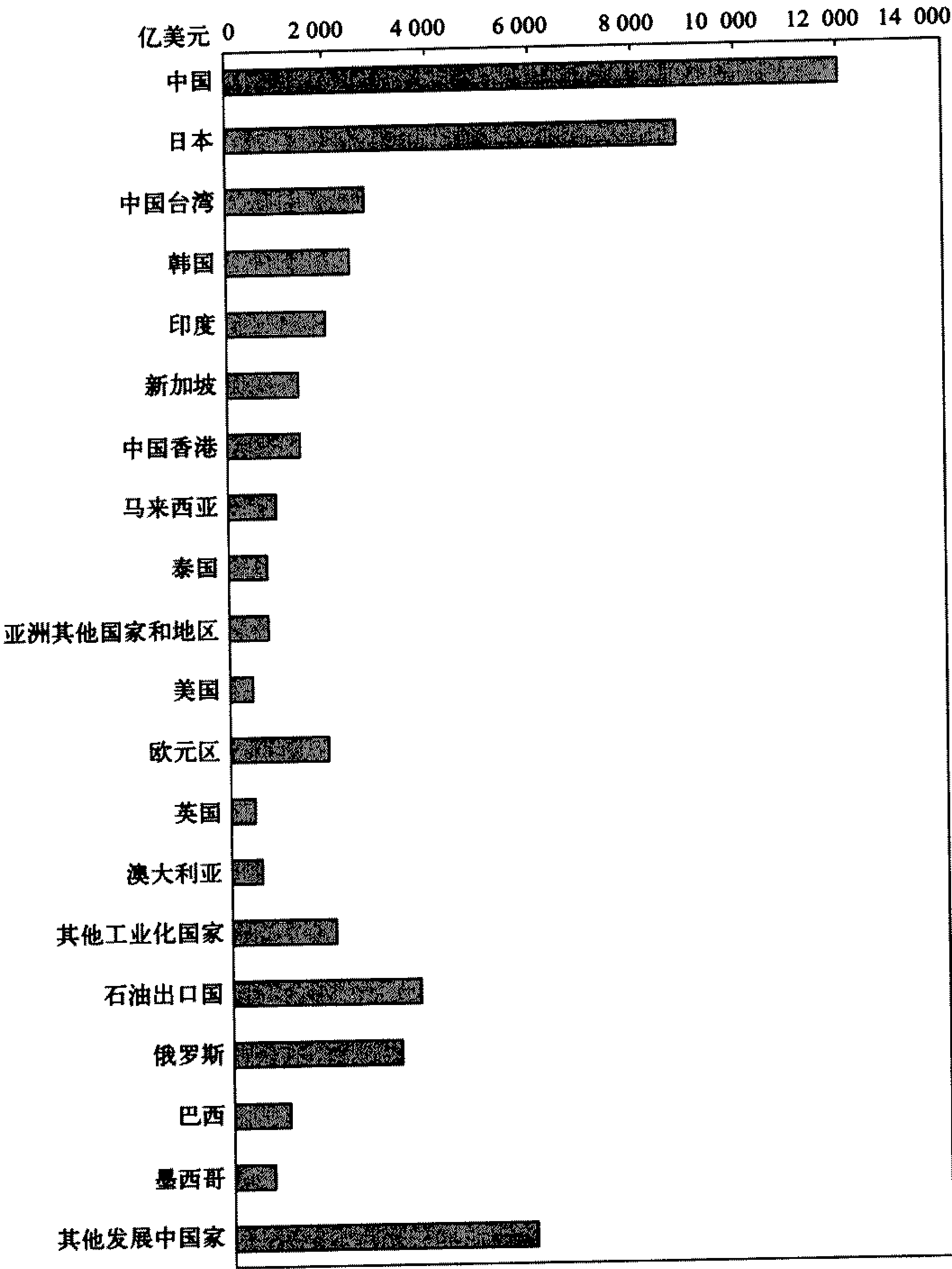


图 4.23　全球外汇储备构成，2007 年 3 月

资料来源：IMF《国际金融统计》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

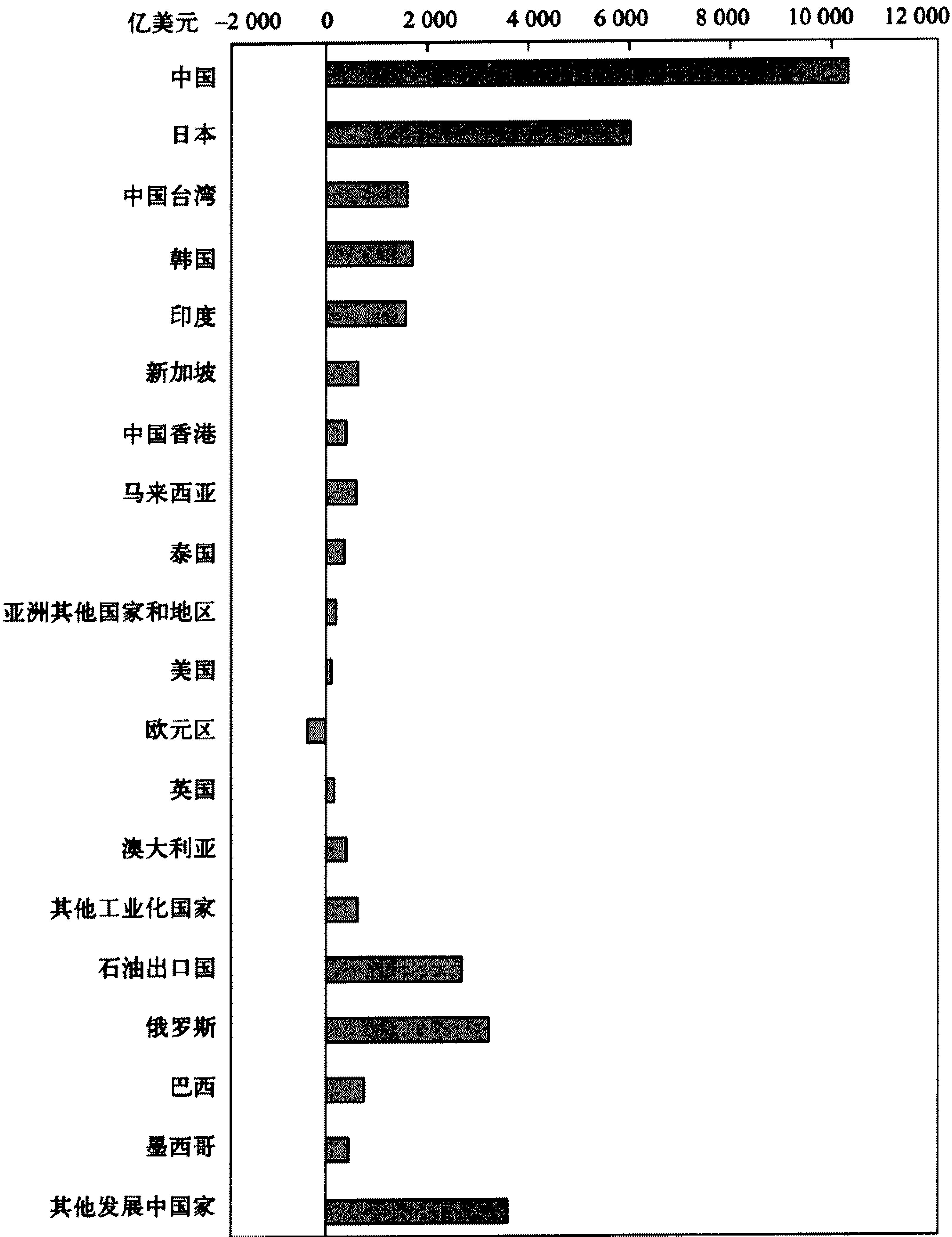


图 4.24　全球外汇储备的变化，1999 年 12 月至 2007 年 3 月

资料来源：汤姆逊数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

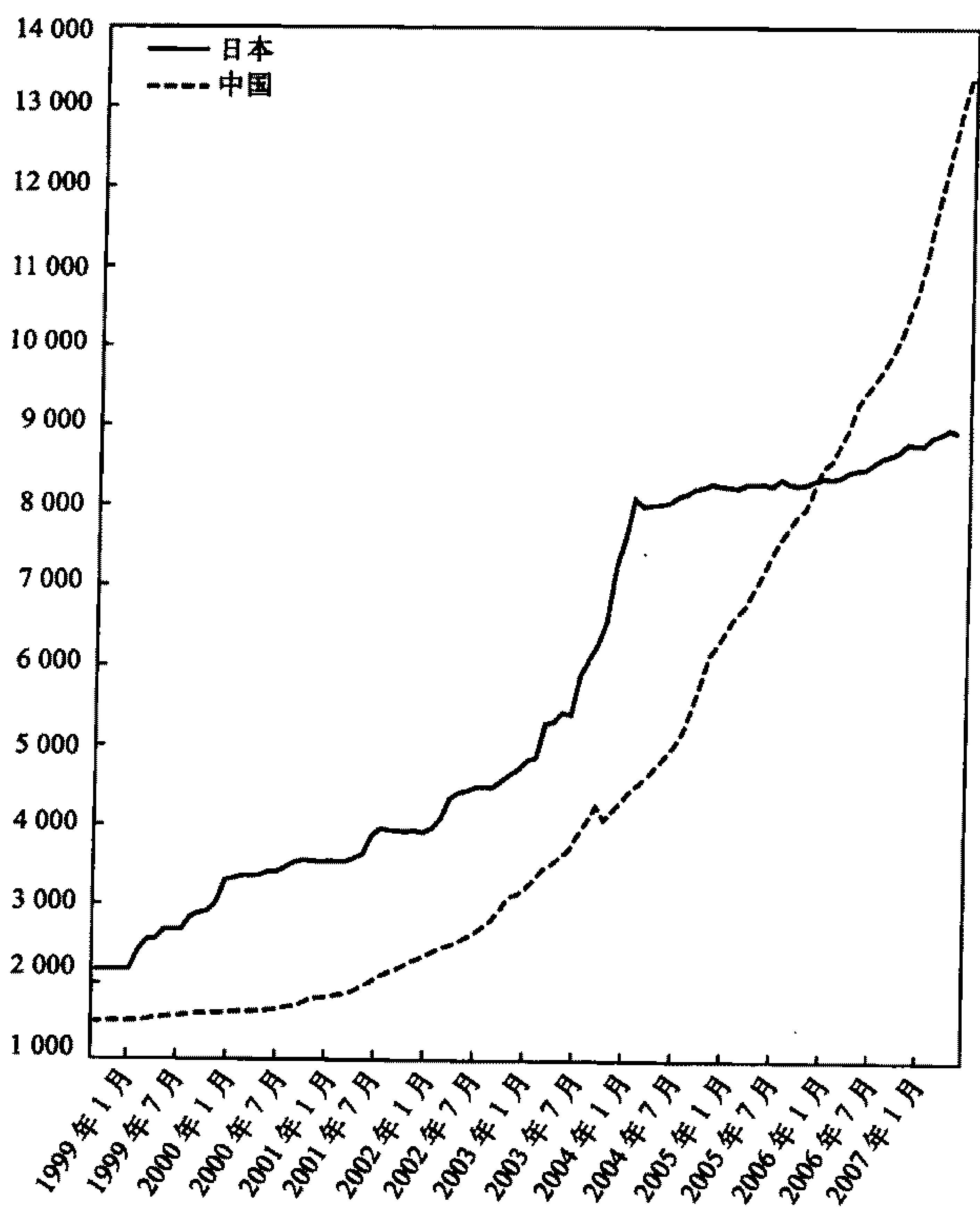


图 4.25 超额储备，2005 年

资料来源，世界银行《世界发展指标》，2007 年

如果这些都属于浮动汇率制度，那么有管理的汇率制度是怎样的情形？我们可以确信自己不是生活在浮动汇率时代。由于 20 世纪 80~90 年代“骤然停止”的资本流入等，大部分新兴市场经济体不信任市场主导的汇率。① 它们对经常账户赤字感到恐惧。它们相信古老的出口导向型增长机制，特别

① 古来姆和卡门称这种现象为“浮动恐惧症”，见《浮动恐惧症》(*Fear of Floating*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是出口制造品。自由浮动汇率只得到高收入国家的支持，而且就像欧盟成员国需要表决以及日本经常争论的情形一样，自由浮动汇率也没有得到这些国家和地区的完全认可。显然，这是一个汇率受到严格管制的时代，新兴市场经济体竭力控制汇率。

这些国家得出的结论是：货币管制并无过错。错误在于，屈从私人资本从境外流入的压力，允许汇率升值到不合适甚至是明显“不具竞争力”的水平。它们决定转而将目标对准高度竞争性的汇率，从而保持经常账户盈余，并且使得贸易顺差能够帮助维持境内经济增长的高水平。

把外汇储备用于投资的方法非常有限。而且没有关于中国外汇储备的官方信息，尽管它已经接近全球外汇储备总额的 1/4。另外，美元一直是官方储备中最重要的单一货币。根据国际清算银行的数据，截至 2006 年 3 月底，全球有 2/3 的储备（不包括中国的储备）是以美元计价的。尽管美元与其他储备货币（特别是欧元和英镑）的汇率在下降，但是该比例与 2001 年 70% 的水平相差不远。新增储备中投资于美元的比例也约为 2/3。由于中国的外汇储备是其与美元挂钩的外汇汇率政策的副产品，那么中国持有的美元储备显著提高也就不足为奇了。①

这就出现了一个非常明显的问题：这些干预对于汇率本身的影响到底有多大。有证据强烈显示这样的影响是很深远的。美元与大多数货币的汇率自 2002 年起就开始大幅下降（见图 4.26）。很多政府并未大规模干预其货币，美元与这些国家的货币汇率也在下降。不过的确有一些该类货币，特别是韩元，到最后有了实质性的升值。另外，由于日本开始将其私人投资资金转移至国外以获得全球投资回报，尽管在 2004 年年底前日本并未进行官方干预，日元在本时间段内基本没有升值。不过，就整体而言，东亚货币升值空间极

① 数据来源于沃尔德雷吉的《变革中的官方储备构成》(*Changing Composition of Official Reserves*) 一文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

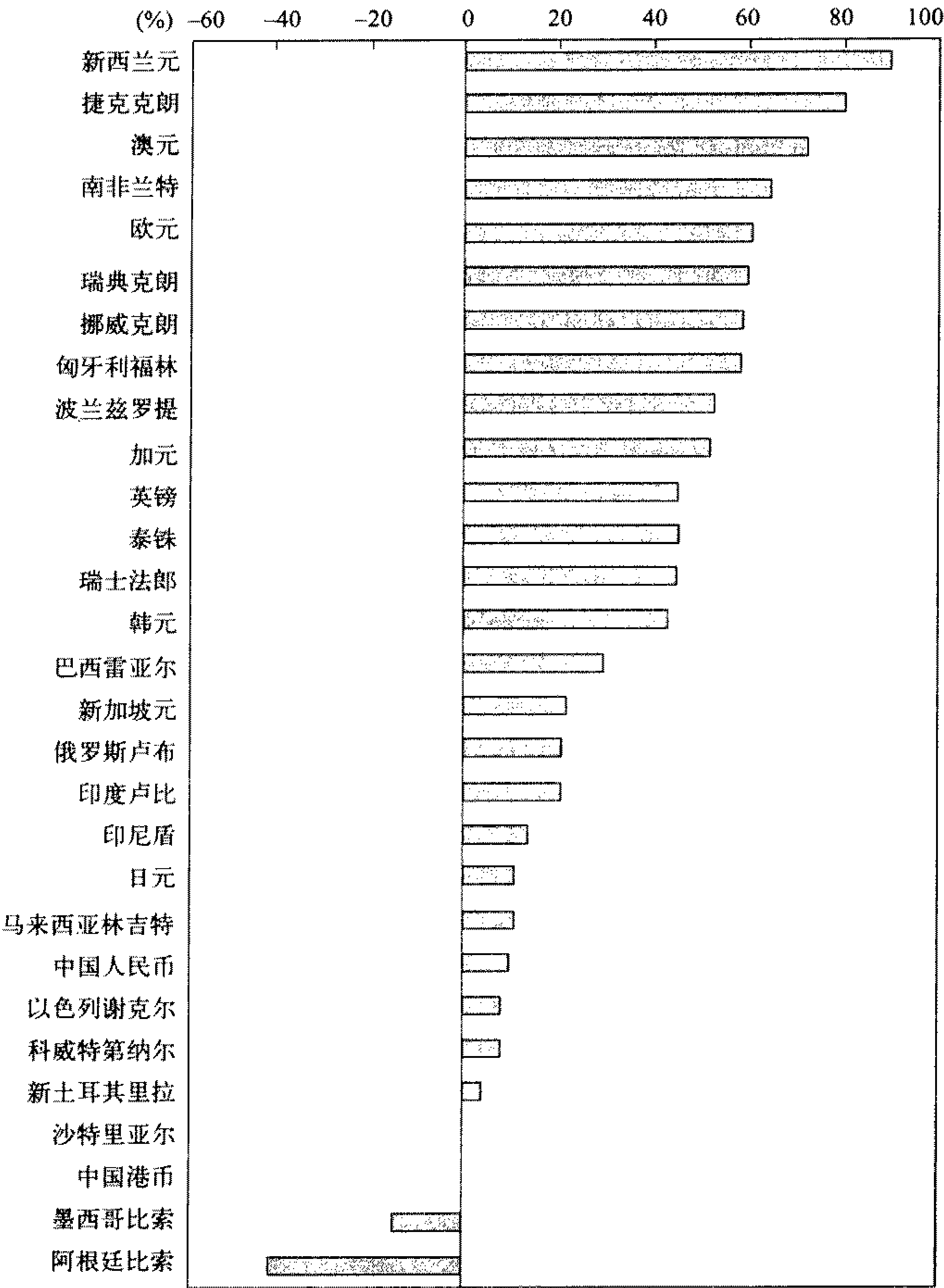


图 4.26　与美元比值的变化，2002 年 1 月 31 日至 2007 年 7 月 18 日

资料来源：汤姆逊财经数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小。人民币的汇率变化是干预所带来的影响中最重要的例子。尽管经常账户有巨额盈余而且有私人资本的流入，以及自 2005 年以来汇率管制在一定程度上有所放开，人民币基本没有升值。从中国的表现来看，由于存在升值的压力，政府的干预可能非常完美地提振了外汇市场。如果能够控制私人资本的流入，政府干预确实是有帮助的。

这些外汇储备是不是太多了呢？从经验上讲，外汇储备应该等于或超过短期债务，即期限为一年以内的债务。劳伦斯 · 萨默斯在其 2006 年的演讲中使用了这种计量方法以展示外汇储备比例失调的现象。到 2005 年，不少重要的新兴市场经济体的储备水平都已经超过了这个标准（见图 4.27）。在

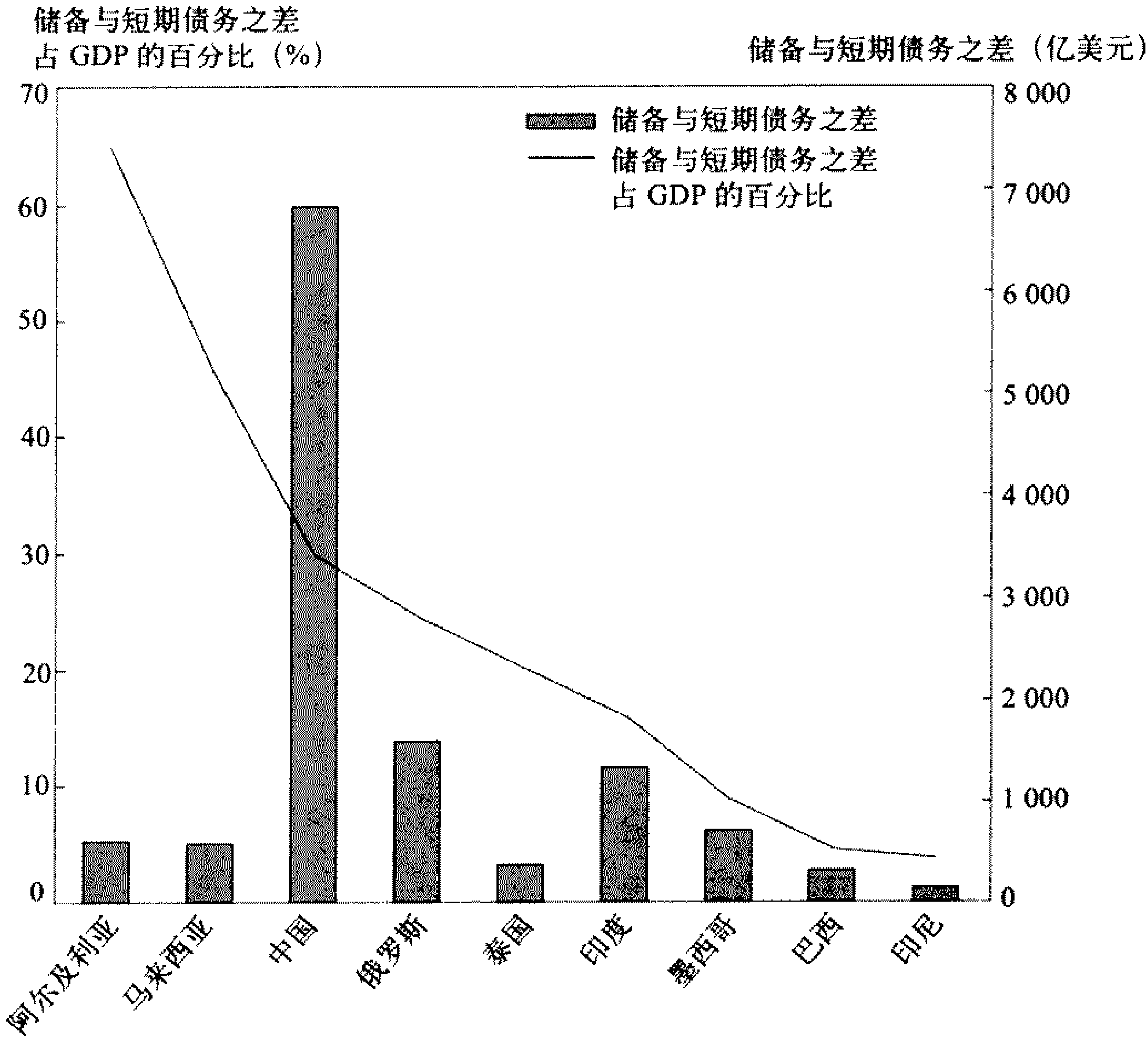


图 4.27　超额储备，2005 年

资料来源：世界银行《世界发展指标》，2007 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些国家，储备不单超过了短期债务，甚至超过了所有债务的总额。最明显的例子就是中国，2005 年其外汇储备超过其短期债务 6 830 亿美元（占 GDP 的 30%），而外汇储备超出所有债务总额的数字也达到巨大的 5 490 亿美元。就连印度的储备也超过其债务交易总额，尽管金额只有相对较少的 150 亿美元。

失衡故事的中心是国家为了保持其货币汇率的低水平而采取官方行动来干预外汇市场。这种下策的结果之一就是外汇储备的急增，从定义上来说，这也是一种巨额的官方资本输出。这些资金的流出都是为了抵消经常账户盈余带来的外汇收入和在很多情况下大量涌入的私人资本。后者是很容易理解的，投资人希望投资于快速发展且具有较好前景和储备积累带来的高偿付能力的经济体。这是个很古老的故事了：最能够吸引资本的人往往根本不需要它。

美国作为最后的借款人和消费者

美国的角色是什么呢？如果世界其他国家在其国内积聚了大量的外汇储备，那么它们必须给这些储备找到投资的地方，而它们进行最多投资的地方就是美国。由于这些国家通过干预使得美元对其货币汇率维持在一个较低水平，因此这样的战略是不可避免的。如果它们不投资在美国的负债之上，那么美元对其货币就会贬值。这些国家包括东亚最重要的债权国以及石油出口国。有些分析师将这种手法描述为“卖方融资”：那些有贸易盈余的国家向它们最大的出口市场提供资金。对于大家来说，美国提供富有吸引力的债务：产权非常安全，长期看来经济很有活力，美元是世界上最重要的货币而且市场流动性很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在当今世界上，小角色们掌握着美国宏观经济政策。回到20世纪50~60年代——布雷顿森林体系的时代，分析师指出如果每个国家的目标都是美元，那么美国不可能有其自己的货币政策，其汇率完全由其他国家决定。①当理查德·尼克松和其财政部长约翰·康纳利在1971年8月决定对美元进行贬值时，如果不强迫其他国家改变其汇率政策，他们根本无法达到目的。所以，除了打破美元和黄金的关系之外，他们决定实施进口附加费以迫使其他国家提高其货币对美元的汇率，而不是维持对美元的汇率，因为美元的价值相对于黄金已经贬值。

今天，如果美国愿意，它可以通过盯住一些浮动货币的办法建立起自己的汇率政策。但是它不可能通过干预其他国家货币的方法来迫使美元贬值，那些国家准备无限制地使用外汇储备进行投资。对于美国的决策者来说，还有另外一个意义上的限定，即这次是在宏观经济政策的领域里。

假设美国决策者的目标是“充分就业”、“自然失业率”、“非加速通货膨胀失业率”，也就是“内部平衡”。所有这些名词在经济学家看来不过都是同一件事：与合理稳定低通货膨胀相适应的最高的经济活动水平。假设世界其他国家愿意支持美元、进行货币冲销，并且持有美国债权能够产生一个美国的实际汇率。同时，再假设在这一实际汇率水平之上，导致内部平衡的需求水平也导致了美国对于贸易品和服务的巨大超额需求，即巨额的经常账户赤字（这并不难假设，因为这就是实际情况）。最后，假设美国的决策者——首先是美联储那些人，他们的货币政策的目标就是达到内部平衡。

随后，经常账户赤字会自然出现，这些赤字吸收（或者抵消）了世界其他地方的过度储蓄。不过，要达到这个目的，美国国内的需求水平必须在很大程度上超过与内部平衡相协调的产值水平：2006年国内需求超过产值（或

① 这被称为 N–1 问题。有 N 个国家存在时，只有 N–1 个国家能决定自己的利率水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP）的数量大约占其 GDP 的 6.5%。实际上，不论美国财政和货币当局如何行动，美联储都必须实行足够宽松的货币政策来产生相适应的国内需求水平，以保证达到其渴望的内部平衡——即避免通货膨胀率下降，甚至最后出现通缩。

如果美联储没有达到这个目标会发生何种情形？美国会经历经济增长放缓甚至可能是衰退。如果美国进入经济衰退状态，那么整个世界也可能随之进入衰退。如果这种情况发生，那么其他国家很可能会改变其政策，以减少对于外部需求的依赖并更多地依靠国内需求。从这个意义上说，美国当局最终——起码在一定程度上——要对其他国家长期的储备盈余负责：如果其他国家无法依靠美国拉动其内需来抵消自己的储备盈余，那么它们就无法安全地执行相关政策以达到其既定目标。但是改变其他国家的支出方式的道路的确是一条“山路”。

同时，美国会经历一场令美联储蒙羞的经济增长放缓。对于美联储来说，允许不必要的增长放缓——也就是并非为了消除过度的国内通货膨胀而出现的放缓——在政治上不能忍受的，更何况这与其“双重目标”不一致。与其他央行不同，美联储的管理目标并未仅仅限于抑制通货膨胀，而是具有维持实际经济活动的明确义务，更精确地说是充分就业。从效果上来说，正如我所说的，美联储在其他国家制定政策和采取行动的条件下将其目标设定为内部平衡。

在考虑美国政策的时候，货币政策不是唯一起作用的因素。相反，财政政策在 2000 年股市泡沫和 2001 年“9 · 11”之后都起到了强力支持内需的作用。根据 IMF 的计算，美国政府的周期性财政余额由 2000 年占 GDP1.6% 的盈余变为 2003 年占 GDP 4.6% 的赤字，而 2006 年则改善为 2.7%。由盈余转变为占 GDP4.6% 的赤字主要是由于扩张性的财政政策导致的，尽管布什政府不会如此表述。布什政府将财政扩张的目的表述为完全是为了加大对经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济的刺激力度。但是这确实有效地维持了美国的需求。没有任何证据表明私人部门通过更多储蓄抵消了这一政策效果。相反，美国家庭的储蓄率降至历史低点（见图 4.13）。

没有财政刺激，货币政策可能比其应有的水平更加扩张，那有可能导致美联储将其联邦基金利率降至零，而非 1% 的“地板价”，很可能零都还不够。美联储可能会被迫采取一些本 · 伯南克在任美联储主席时讨论过的一些非常规手段以应对通货紧缩。

底线就是美国需要接受并抵消世界其他地方对它的影响。因为作为世界主要货币的发行人，美国承受着没有外来拘束的痛苦：直到现在，它还能够借到其想借到的任何数目的美元，而且利率水平很低（名义和实际都是如此）。市场看起来并不惧怕美元的通缩，或者更精确地说市场根据其经验采取行动，即在私人融资不足时外国政府会介入并对美元提供支持。这实际上就是“第二代布雷顿森林体系”的含义。结果就是美联储可以自由地采取能够平衡美国经济的政策，同时还能在某一实际汇率水平下通过吸收储蓄盈余以及货物和贸易服务盈余来平衡世界经济。

对于正在发生的事情，可以简单地这么说：世界其他地方的资本流出支持了美元。由于其结果推升了美国的实际汇率水平，在其他条件不变的情况下，美国经济中贸易品和服务行业的产出出现萎缩。美联储减息以推动经济发展并防止过度失业。在执行这一政策的过程中，美国出现对贸易品和服务的过度需求。这最后体现为经常账户赤字。

这一切造成的一个结果就是美国的国内需求必须比其实际 GDP 的增长速度要快，以保证后者的增长与其潜在增长率一致。两者的差，自然形成了经常账户赤字绝对额的增长。如果 GDP 的年增长率为 3%~3.5%，国内需求应该增长更快。美国实际需求（或国内采购总额）在 1993~1994 年的增长都超过了 GDP 的增幅，而 1996~2004 年也是如此（见图 4.28）。总的来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993~2004 年美国实际 GDP 增长率为 46%，国内采购总额则上升了 53%。这就是出现经常账户赤字的原因，也是美国吸收来自境外的多余资本供给的原因。

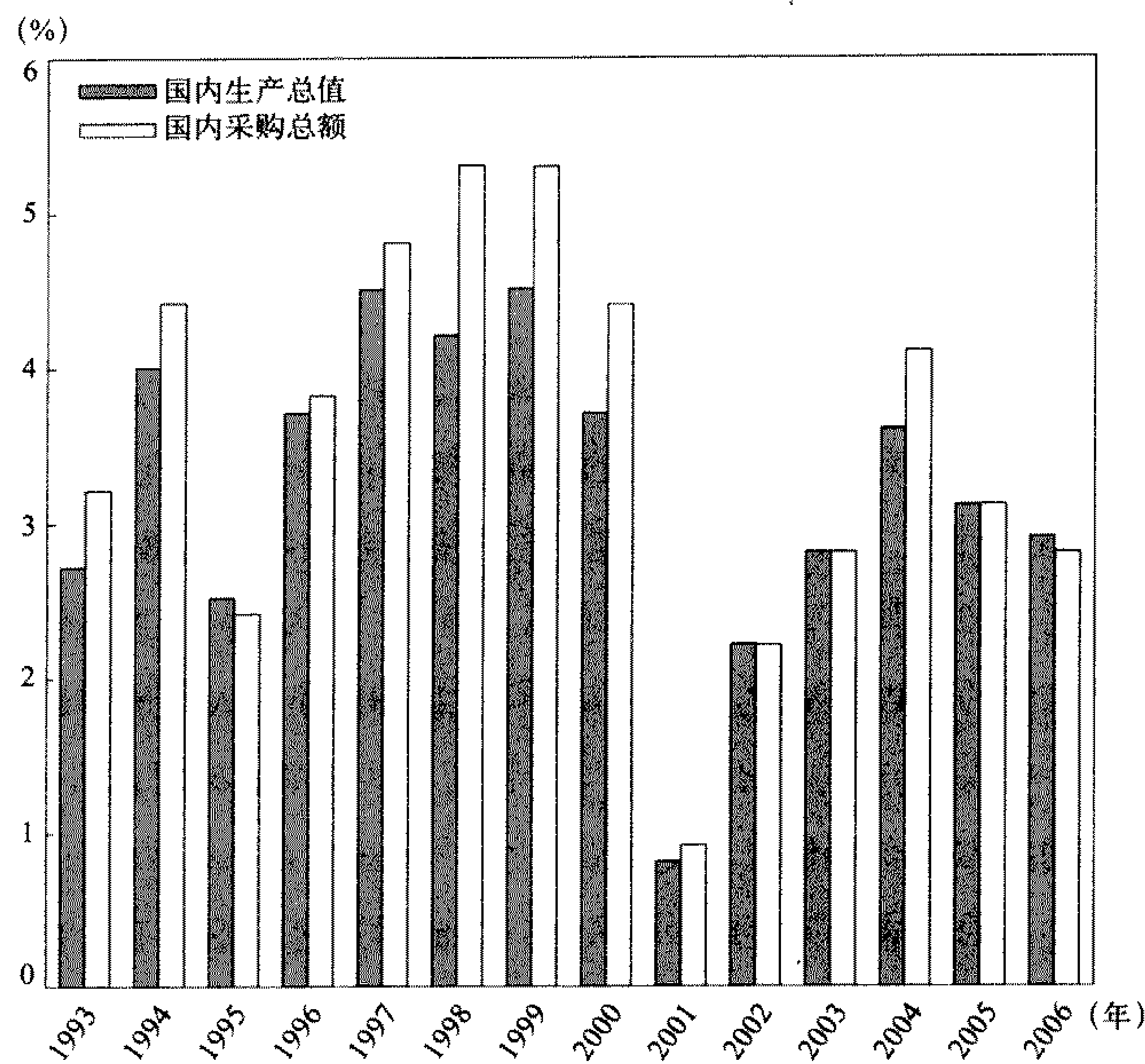


图 4.28　美国国内生产总值和国内采购总额

资料来源：美国国民收入和产出账户

经常账户赤字是伴随着迅速增长的需求超过产出而出现的，这种赤字对于美国经济内部的收入和支出结构也具有重大影响。长期来看，这些因素对于资本流入的持续性会产生影响，而且还会影响到所需刺激计划的调整规模，这些计划会将外部调整和美国所希望的高水平经济活动结合起来。

对于外部赤字的各种内部反应中，最令人激动的是个人消费的角色：美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家庭从未出现过如此低水平的储蓄和沉重的负债。观察它的一个简单方法就是看该部门的财务平衡，即收入和支出或者储蓄和投资之间的差额。相关的部门包括外国人群、作为一个整体的政府部门、企业和个人。后面两项即指美国私人部门。最基本的观点是这四个部门收支余额的总和应该为零。如果某一部门的支出超过了其收入，则其必须向另外三个部门出售债权或者实际资产。在这样的情况下，我们知道外国人都是美国债权和房地产的买主，这就是经常账户赤字，或者资本账户盈余的含义。所以，这也说明了美国的三个部门是这些债权的卖家。

图 4.29 说明了债权的大部分“卖家”都来自美国的私人部门。20 世纪 90 年代泡沫经济时期，私人部门从财务的盈余转变为巨额赤字。直到 1996 年这个部门才达到平衡。2000 年第二季度，它的支出超出收入的数额达到 GDP 的 4.5%。从 1992 年第一季度到 2000 年第二季度，私人部门从盈余转为赤字的数额占 GDP 的 9.3%。这是关于私人部门支出相对于收入快速增长的有力说明。在同一时期，政府开始出现盈余。因此，其他国家部门自然也一样：其实它们是美国资本的提供者，或者换言之，其他国家存在经常账户盈余。

在 2000 年的泡沫破灭之后，私人部门的赤字迅速萎缩，不过它并未出现什么盈余。这本身令人吃惊。在美国以前的衰退中，私人部门往往会将其消费削减到大大低于收入的水平。而这一次，这个水平仅仅是退到了零而已。由于来自外国的借款，也就是全球储蓄过剩急剧上升，美国政府的赤字在 2003 年第三季度达到占 GDP 的 5.4% 的峰值。如果这个情况不发生，很可能会出现衰退，因为美国的私人部门在泡沫破灭后（即使美联储将其利率降低至 1% 时）仍然非常谨慎。从 2003 年第二季度开始，私人部门的赤字又开始急剧上升，同时政府赤字开始减少。国内消费对外国借款做出反应的一个标志就是私人部门和政府财政平衡之间的运动关系是相互影射的。这一模式自 90 年代早期以来非常明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

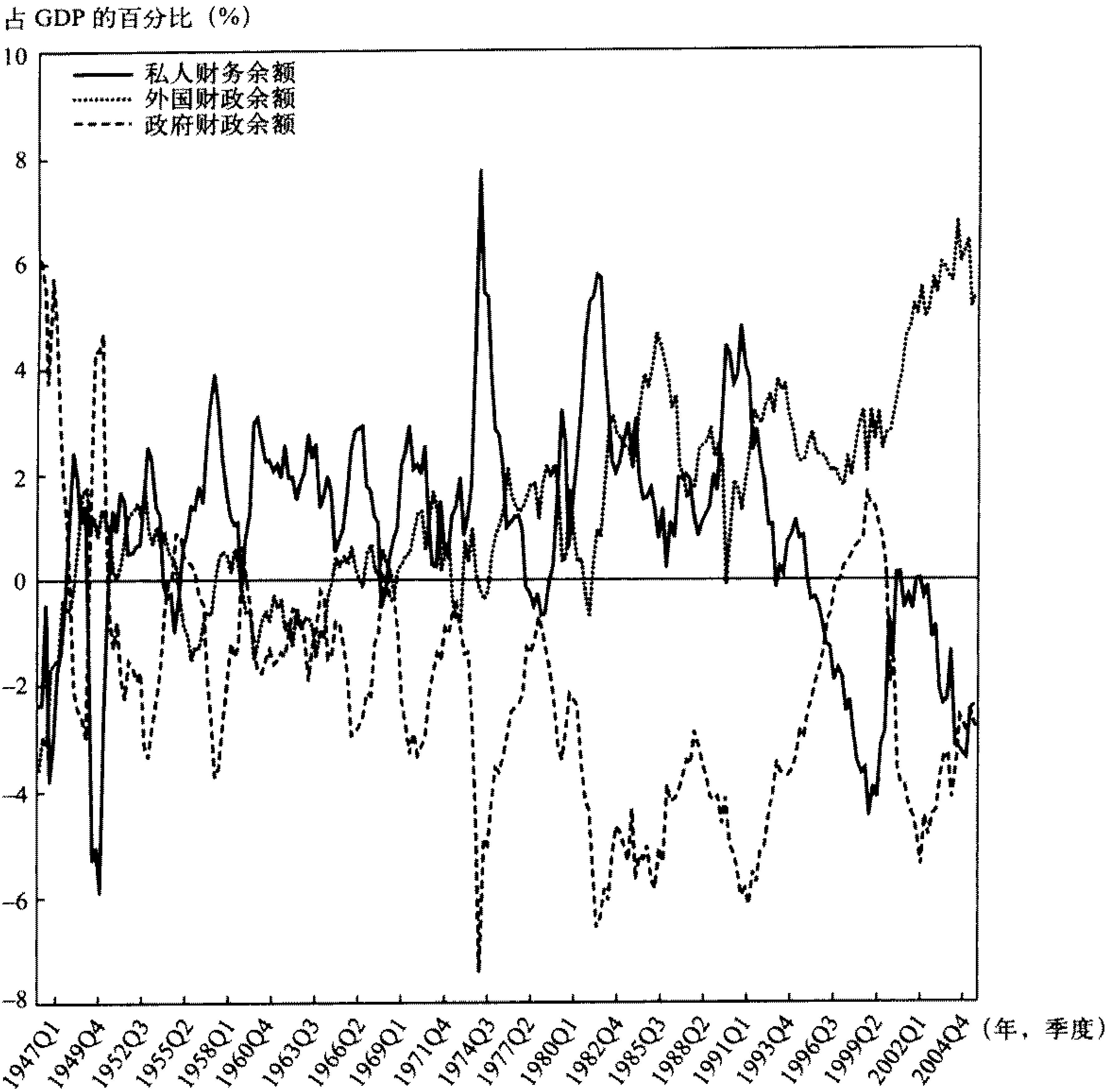


图 4.29　美国的分类财政余额

资料来源：美国国民收入和产出账户

现在，考虑一下在私人部门发生的事情：商业部门和居民家庭之间有惊人的差异（见图 4.30）。在 1990~2000 年由泡沫经济引起的投资热中，商业部门陷入巨额赤字的状态。此后经过短期的泡沫挤出期后，再次赢利。更重要的是，它们避免了重蹈 90 年代投资额急增的覆辙。因此，商业部门从 2001 年第四季度到 2007 年第一季度进入财务盈余。总的说来，商业部门的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

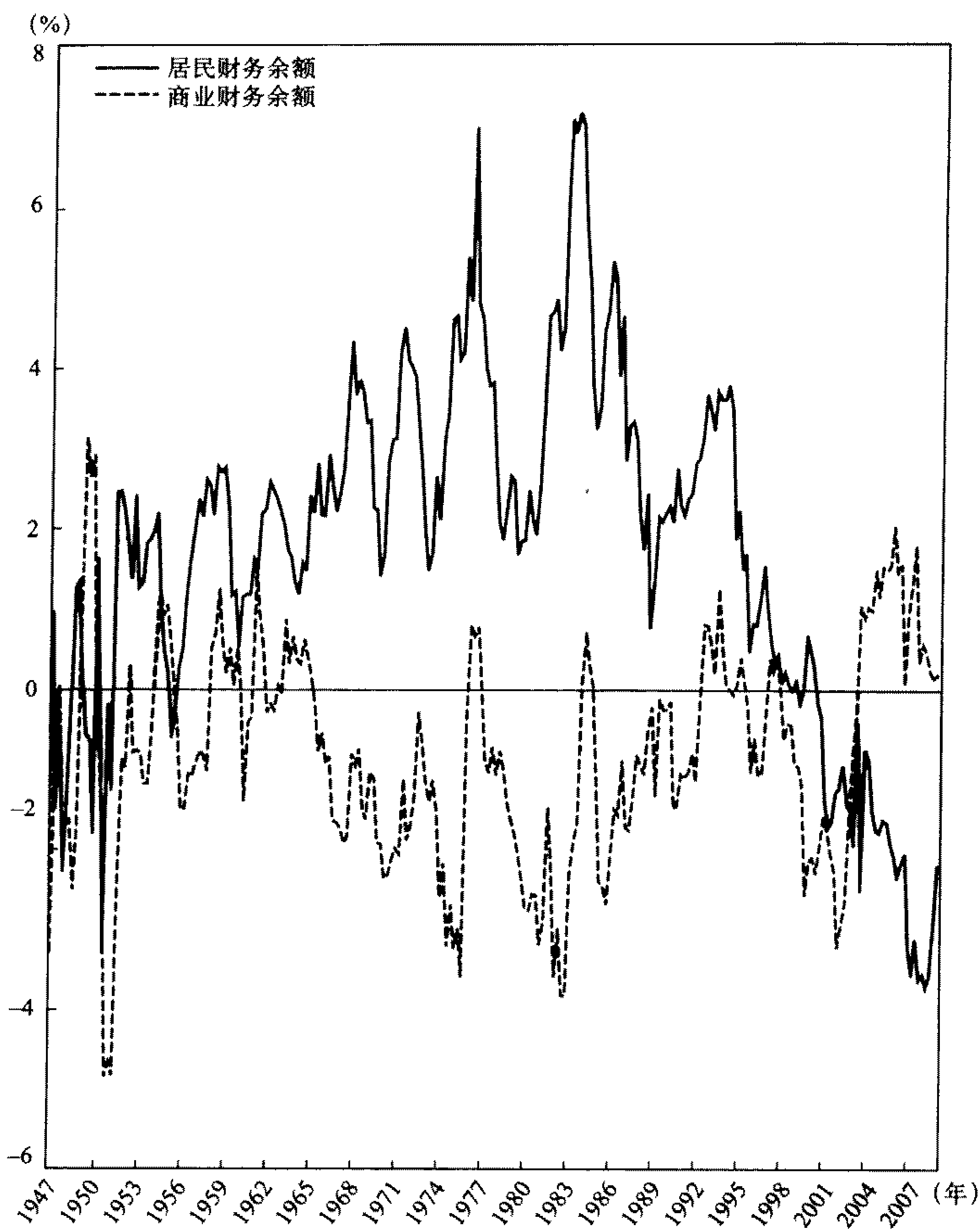


图 4.30 美国私人部门的财务余额构成

资料来源：美国国民收入和产出账户

行为没有什么出奇的地方，符合历史规律。

而居民家庭有着非常不同的情况，它进入了史无前例的财务赤字当中，一般消费和住宅消费长期超过收入。1992 年第三季度到 2005 年第二季度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

居民家庭的财务余额从占 GDP 的 3.7% 降为 –3.6%，呈现出 7.3% 的调整幅度。这是个人储蓄从占 GDP 的 7.5% 降至 2.5%，以及居民投资支出由占 GDP 的 3.7% 升至 6.1% 的结果。而关于居民家庭行为更重要的事实是，在 2000 年股市泡沫破灭以后其陷入了更严重的赤字状态。首要原因就是房地产市场受到美联储在 2000 年为维持经济活动而出台的低利率政策的刺激。

可以很合理地总结：美国产生经常账户巨额赤字（或者说扩张性的资本流入）所对应的就是家庭的储蓄减少以及一定程度的房地产投资的增长。同时，政府和商业部门的财政赤字又在大幅波动，而未在相反方向显示出任何缓和的迹象。政府的财政平衡状况在 90 年代后期经济状况良好时得到了改善，而在之后却迅速恶化，同时商业部门的财务平衡状况正好相反。根据图 4.30，借外债主要用于家庭消费和对房地产的投资，而后者成为部分固定资本用于生产而非贸易服务的典型例子——除非上百万富有的中国人决定到美国购买住房。

美国家庭持续赤字的必然结果就是其持续增长的负债。自 90 年代初期以来，家庭债务与可支配收入之比已经翻了两番达到约 140%（见图 4.31）。而进入 21 世纪负债继续增加，偿债压力也上升到创纪录的水平。2007 年第一季度就已经超过了 90 年代初期的 30%。这些发展看似可以得到强劲经济的支持，即资产价格和家庭财富与可支配收入之比也处于历史高位。2005 年，美国的家庭净财富是可支配收入的 5.7 倍，高于 2002 年的 5 倍，尽管这个数字还在 2000 年股市泡沫时期的 6.3 之下。不过较高的现有资产价格并不代表社会的整体财富的增多：当前所有人的赢利与今后购买者的亏损是相匹配的。对于美国家庭来说，现在能够做的是大力增加储蓄并少借钱，因为房产可以毫不费力地增加财富的幻觉会很快破灭。

简言之，美国确实成功地吸收了其他国家的储蓄盈余。它能这么做的方法是快速增加需求，特别是消费需求。居民家庭应付支出大于收入的状况是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首要责任。不过，20 世纪早期政府在抵消 2000 年股市泡沫之后商业部门在投资方面的谨小慎微也起了很大的作用。第 5 章将要讨论的就是这样的模式

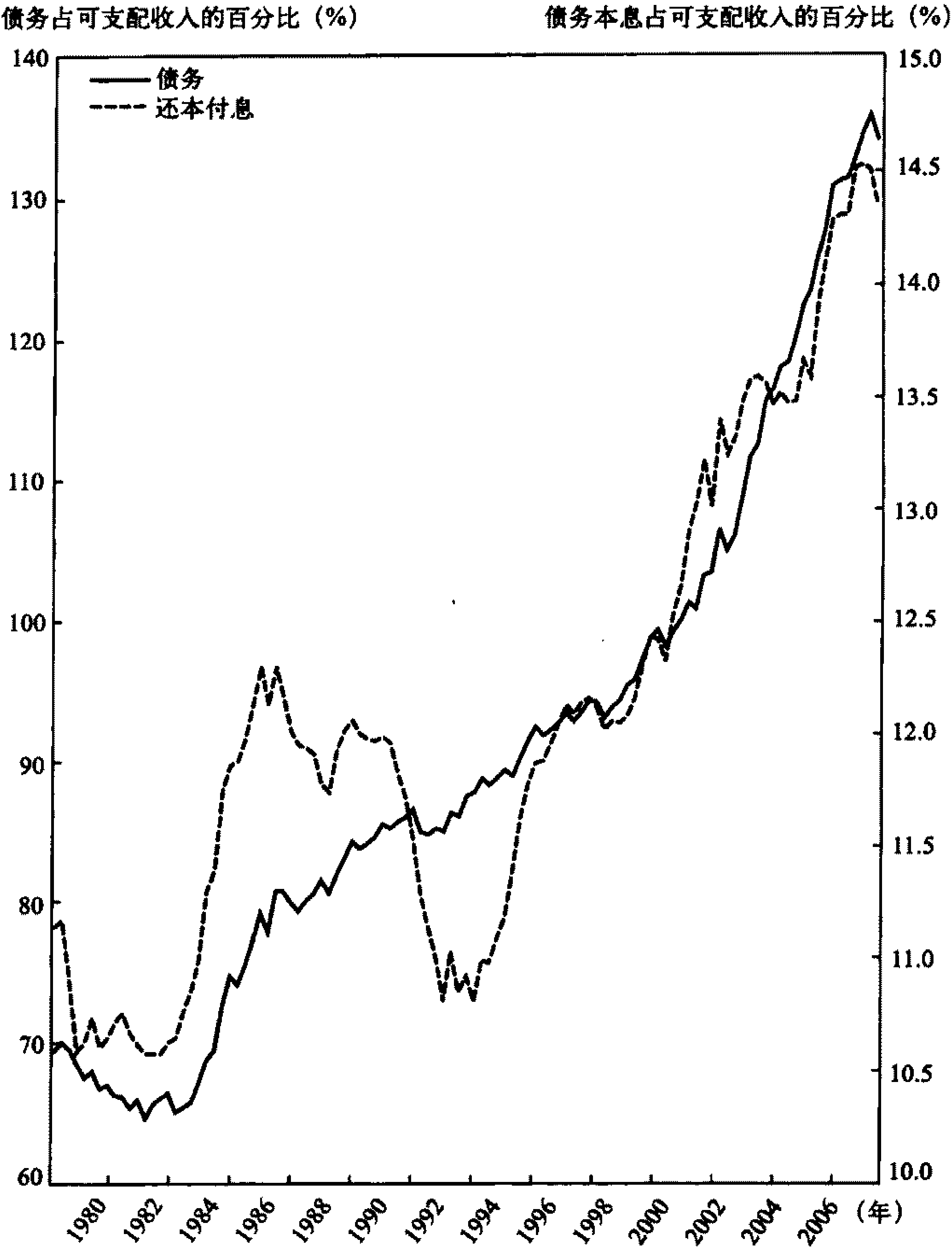


图 4.31　居民债务及其还本付息

资料来源：汤姆逊财经数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够持续多久。如果家庭又回到了盈余状态，它们的消费又应该用什么来替代？会带来一次严重的衰退吗？

储蓄过剩与货币过剩

那么到底应该怎么解释“失衡”的出现呢？它们与低水平的实际利率以及全球经济持续发展有什么关系呢？本章的讨论包含 5 个方面：

1. 新兴市场 90 年代的金融危机；日本经济泡沫于 90 年代破灭；美国和欧洲股市泡沫于 2000 年破灭；中国决意执行出口导向型的增长模式，并且消除任何可能的金融危机风险，以及 21 世纪以来石油价格的暴涨（代表了收入向高储蓄国家转移），以上这些事件或现象的结果导致了在 21 世纪初叶有引导的储蓄与投资之间巨大的盈余开始显现。另外，数个高收入国家（特别是日本）拥有结构性储蓄过剩。这个现象的一个结果就是长期较低的利率水平成为世界经济的特色。

2. 全球范围内储蓄过剩分配极其失衡的事实。东亚和石油出口国成为盈余地区，后者希望将它们所赚的钱花掉。但是这个情况在亚洲，特别是在中国却不一样。根据现在的趋势，在几年之内中国的经常账户每年的盈余会达到 4 000~5 000 亿美元，这看起来不再不可想象，而这可能还不到其 GDP 的 15%。

3. 在全球水平上，美国的财政和货币政策正在发挥抵消其他国家储蓄盈余的作用。这并不是美国政策制定者的意图。布什统治之下美国的扩张性财政政策的效果被供应方面因素抵消。类似的是 21 世纪初叶的扩张性货币政策本意是保障美国无通货膨胀增长。但是，由于世界其他国家向美国提供资本的意愿，这些政策起到了抵消其他国家储蓄盈余和使世界整体经济活动达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到更高水平的作用。按照这种观点，美国（和其他国家）宽松的货币政策是全球储蓄过剩的结果。

4. 新兴市场经济体的政府对于资本流出应负直接责任。这或者是由于国内居民被禁止持有外汇资产（例如中国）或者是由于大部分出口收入进入政府口袋（例如石油输出国）造成的结果。更进一步说，储蓄过剩的规模不是给定的，而是汇率目标的结果。这样的目标首先导致经常账户盈余和储备的巨额增加。如不加以约束，后者还将加大货币发行和增加消费，并最终导致通货膨胀。各有关政府已经实施干预以稳定货币影响及控制信贷增长。这些政策将储蓄维持在所需的水平。

5. 最后，所出现的宽松的货币政策环境不只是对于储蓄过剩的反应，也是对于由汇率干预而造成的巨额储备的反应，这一现象被伦敦朗伯德街研究机构（London'Lombard Street Research）的布朗·里丁（Brian Reading）称为“流动性海啸”。低水平的名义和实际利率导致了强劲的信贷增长，全球范围内追逐风险性资产投资，以及不断压缩风险利差。对冲基金和私募股权投资基金作为投资人寻求高回报，尽管浮动的资产价格和低水平的实际利率都朝着反方向发展。

在这次储蓄过剩中，美联储成为将世界从可能被储蓄者带入的衰退中拯救出来的英雄。但是，也有人对发生的事情持有不同看法。不过这些观点有一个共同点，即都认为美国的挥霍是导致全球经常账户盈余和赤字的动力。

这样的看法有简单和复杂的版本。简单版本直接指出美国消费“太多”，而正是这样的过度消费导致对于世界其他国家产品的过度需求，最后导致其他国家经常账户盈余。这可以叫做“美国挥霍论”。反对这个观点的人认为，如果美国的挥霍是实际的推动力量，那么大家对于实际利率水平的预期应该是相对较高的，而不是较低的。实际上，这种观点认为美国的不储蓄排挤了其他国家的消费。结果应该是更高的实际利率，但是我们现在看到的却不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样。全球实际利率的低水平印证了其他国家的超额储蓄在“促使”美国进行消费（即储蓄过剩的假设），而不是美国的消费排挤了其他国家的消费（即美国挥霍论）。这并不表明后一种观点没有任何道理。特别是，美国政策制定者至少能够部分地影响资本流动的另一方在消费或者投资上的行为。尽管它们不能强迫企业进行投资，但至少可以加大公共投资。而现在看来，这些都是消费支出（见图 4.13 和图 4.30）。

更成熟的版本被我称为“货币过剩论”。根据这种观点，世界上的储蓄者都是被动的受害者，挥霍的美国人是失衡的代理人，而美联储并非是英雄。在这个世界上，美国央行是一系列泡沫的始作俑者，它扭曲资产价格，向全球的贸易伙伴强加了大量的多余货币，而这些伙伴试图通过盯住汇率制度来寻求货币的稳定性。

这个观点认为，美元过多导致了低水平的名义和（由于非常低的通货膨胀期望而产生的）实际利率，这导致消费者贷款的快速上升和家庭储蓄的急剧下降。过度消费的洪水冲破了防线，造成大量的贸易赤字以及美元的相应外流。

资本外流削弱了美元的力量。浮动货币被迫上升到不具竞争力的水平，但是盯住美元的货币由于外汇干预还能够维持低水平。这就导致了外汇储备的大量囤积，也导致了在冲销货币供应和通货膨胀所带来的一些影响过程中困难更多。

在我们所分析的世界经济范畴里，正如在储蓄过剩的假设中一样，储蓄并非是一种推动力，而是一种由金融体系中的霸权力量所推动的货币过剩的被动后果。利润（也是对企业储蓄的度量）的上升不过是由于出口的上升和产出低于规模经济而造成的结果。拥有巨额贸易盈余的国家随后采取控制超额的需求和通货膨胀的财政与货币政策来维持储蓄盈余。

美联储成为储蓄过剩假设的信仰者一点也不出人意料。但是很多亚洲国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家将它们目前的困境归罪于“美元单极化”，这是货币过剩假设的中心。无论如何，关键问题是哪个假设是真实的？它是如何起作用的？

我对第一个问题的回答是储蓄过剩假设更接近真相，理由如下：第一，美国的货币增长并非高到不合理的水平；第二，美国的通货膨胀预期仍然保持稳定；第三，很难相信亚洲和石油出口国暴增的储蓄盈余是对于外界超额需求的回应，这更像是有意的选择；第四，也是最重要的是，这是那些紧盯美元的国家自己做出的政策选择。

我对第二个问题的回答是它确实起作用。如果我们生活在储蓄过剩的世界里，美国经常账户盈余保护世界不进入衰退。如果我们生活在货币过剩的世界里，这种同样的贸易赤字以美元崩溃和最终全球性通货膨胀回归的形式正在威胁着世界。

储蓄过剩论看起来非常合理：如果美国消费急剧减弱，超额储蓄者最终要学会消费，这是迟早的事。但是如果我们生活在货币过剩的世界，在过去1/4个世纪中我们从货币稳定性中所得到的巨大收获现在已经处于危险之中了。

看起来两种观点都有其可取之处。自21世纪初叶开始，美联储可能在过长的时间里采取了过于宽松的政策，这导致了货币过剩，但这肯定是对于全球储蓄过剩的反应。而直接的问题就是这些“失衡”将要或者能够持续多久，这是第5章的重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第5章　暴风雨前的寂静

如果你欠银行100英镑，你有麻烦了；但是如果你欠银行100万英镑，遇到麻烦的就是它了。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

如果你欠银行10亿英镑，则每个人都有麻烦了。

——《经济学人》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 在最基本的层面上，资本净流动或者资本大规模流动的可能性，是实现资本市场自由化最有说服力的理由。

◆ 事实上，在这样一个世界上，存在许多种货币，它们之间反复无常地相互贬值、升值，而且政府只有借贷自己的货币才是安全的。因此，除了全球最重要货币的发行者外，谁能拥有无限借贷的能力？

◆ 美国作为“世界银行家”的事实——即为全球金融体系的中心，就像英国19世纪那样——并不意味着它必须承受巨额经常账户赤字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我在 2007 年 8 月撰写这些文字的时候，似乎我们有充足的理由来欢迎第 4 章所讨论的全球失衡现象：需求在全球范围内拉升，世界经济强势增长，而且比前些年更平衡；发展中国家也表现很好，尤其是亚洲一些国家；另一个受欢迎的现象是自 2001 年阿根廷金融危机以来，新兴市场就没有出现过其他严重的金融危机。资本从穷国流向富国看起来更稳定、更有活力，而且——与 20 世纪 80~90 年代相比——更令人满意，那些年代充满了反反复复的金融危机。

为什么所有人开始抱怨呢？难道不是大家都从这些交易中获益了吗？美国能够维持超过它收入的消费水平。自从它的经常账户赤字大于财政赤字起，甚至比军费开支还要大，这个唯一超级大国既可拥有枪支也能享受黄油。它几乎没有看到越南战争时所出现的内生型通货膨胀那样的阴影——那种阴影最终被证明对于 90 年代的美国和全球货币稳定都是灾难性的。人们或许争辩说，不管愿不愿意，中东的石油输出国和东亚国家，特别是中国和日本，已经又一次向美国缴了“保护费”，就像许多国家在 1991 年第一次海湾战争中所做的，只是那一次从政治意愿上讲更顺理成章。那是一次自觉自愿的大联盟，即使资助美国打仗并不是它们从一开始就下定决心要做的。

这次完全不同。美国负债（并不是所认为的实际资产）是以美元来衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，因此美国没有任何困难就可以减少它所承受负债的价值。如果它希望改善它的资产负债表的状况（以及偿付能力），美国所要做的就是允许美元大幅贬值。这样的策略对国家来说好处颇多。不仅美国，甚至包括其他高收入国家，不会遇到相逆的货币错配危险，这个问题在过去对于新兴市场经济体来说是个灾难性的问题，同时，货币错配都恰恰发生完全相反的作用：一个国家的资产是以外汇为主，而负债则是以本币来确定的。世界各国越是不愿意持有美元，美国的偿付能力就越强。

回到 1965 年，当时的法国财政部长瓦莱里 · 吉斯卡尔 · 德斯坦（Valéry Giscard d'Estaing)，形容美国能够便宜地而且不受限制地以自有货币来举债的能力是“过度特权”。[①]布雷顿森林体系中固定汇率体系的结束，并没有改变这种“过度特权”状况，这是因为新兴市场经济体累积了大量的外汇储备，而且美国的负债极其廉价。这些影响造成的一个值得注意的信号是在 2001~2006 年美国净负债发生的变化。美国净负债占 GDP 的百分比在此期间降到了 3.4%，尽管经常账户赤字本身将净负债水平升至 GDP 的 28.2%。美国（英国也同样）至今变成了一个巨大的营利性的对冲基金。

对于美国来说，这并不是一顿真正意义上的免费午餐或者一场正在进行的免费盛宴。这里我们看到一个国家，它既是一个成功的投机者，同时又受到众多的慷慨债权者的青睐，所以它可以连续多年维持比它自己收入高的消费，而不会出现它的净负债增长远远高于收入增长的情况。

世界的其他地方也很高兴。没错，它们对美国的债权在积累，而且很可能到头来这些债权价值会大大损失。但是，它们的经济在增长，而且它们也免受危机之扰。人口很少的石油输出国不得不投资外国资产，因为它们在国

① 人们经常以为“过度特权”是法兰西第五共和国的总统戴高乐说的，他确实有过同样的评论。德斯坦的话被哲学家和历史学家雷蒙 · 阿隆（Raymond Aron）在 1965 年 2 月 16 日的《费加罗报》中加以引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内没有什么足够安全和产生高收益的投资机会。在过去遭受金融危机打击的国家（例如东亚国家、俄罗斯和巴西）希望拥有更加可靠的外汇储备，以防不时之需。中国，唯一一个专注于外向型增长和以大量外商直接投资来获得技术和管理经验的国家，能够维持其出口导向型经济以 10% 以上的速度持续增长。拥有储蓄盈余的发达国家（主要是日本）能够积累大量资产以支持其逐渐老龄化的社会。

在最基本的层面上，资本净流动或者资本大规模流动的可能性，是实现资本市场自由化最有说服力的理由。它们允许商品和服务“突破时间限制”而交换：人们可以确定何时来消费他们的收入，而不仅仅是确定消费的内容。所以，正如马克斯 · 科登所问，有什么样的问题会比在任何时刻都可以实现及时的商品和服务贸易更需要关注吗？[①]更重要的是，如他所写，“一点儿也不奇怪的是全球化——最根本的是资本流动性的提高——已经扩大了这类贸易”。除此之外还有什么值得关注的焦点呢？也许很少有人会先知先明地想象到资本大规模从穷国流向富国的结果。但是，既然这个资本流动现象代表了相关国家政府和人民的自由选择，那么为什么会被视为一个问题呢？

这是一个人们所期望的和可持续应对日益全球化的世界经济挑战的解决方案吗？世界上最庞大、最富有的经济体，同时也拥有世界上最复杂、最具实力和最具流动性的金融市场，就应该成为最后的借款人和消费者吗？这是一条最佳路径吗？正如在 2000 年年初所被证明的——股票市场泡沫结束之后的强劲复苏是通过经济快速增长、成功地吸收世界的剩余储蓄、（暂时地）“回流”石油输出国的盈余，以及向发展中国家提供出口导向型增长的机会而实现的？

事实上，在这样一个世界上，存在许多种货币，它们之间反复无常地相

① 科登：《经常账户失衡》（*Current Account Imbalances*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互贬值、升值，而且政府只有借贷自己的货币才是安全的。因此，除了全球最重要货币的发行者外，谁能拥有无限借贷的能力？但是，如果这是正确的，那么提倡一个更加自由的全球金融体系而产生巨大的资本“上山”流动是否会产生好处——不同于19世纪英国主导下的从世界上最发达国家流出，而是通向相反的方向？

这些问题很重要，我现在考虑的角度远比2000年更加开阔。让我们思考得稍微深刻一些，检讨这些趋势是否为人们所期待，以及它们在未来能否持续，因为解决我们当前挑战的一个可行的甚至受欢迎的方案，不一定是永远有效的。如果这种想法是对的，就让我们去观察当前这出全球金融的历史剧目会如何走向终点，什么样的趋势能够代替目前的状况。

为了评估目前发展状况是否是人们所期望的，以及可持续性，我们先分析关于不可持续的现有模式的各种争论，然后再转向那些意见相悖的争论。

一种不可持续的情况——从美国角度看

美国经常账户赤字是个不可持续的例子，原因很简单：一个经济体每年的经常账户赤字占GDP的7%，而同时它的名义GDP增长率只有5%（3%为实际增长率，2%为通货膨胀率），长此以往，这个经济体的外债最终将达到其GDP的140%的水平。更重要的是，要维持经常账户赤字占GDP的7%的水平，贸易赤字一定要显著改善，这是因为净投资收入会大幅恶化。比如说，如果平均（名义）投资资金成本降至4%，那么贸易赤字需要从占GDP的7%改善到2%，从而能够维持经常账户赤字占GDP的7%的水平。

如加州大学伯克利分校的巴里·艾成格林所分析，外国人直接或间接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有股票的比例与美国持有的海外资产相比要高得多。[①]2006 年年底，美国人持有的海外资产（按照市场价格计算的海外直接投资）是美国 GDP 的 116%。假设这些资产增长到美国 GDP 的 160%，美国净负债达到 GDP 的 140%，那么美国的总负债将达到美国 GDP 的 300%。我们看到，GDP 的 300% 就是美国整个股票市场的价值。所以，外国人可以全部拥有它们。当然，他们可以拥有对收益的金融权益（例如债券或者银行账户）而不是实际的资产（例如股票）。但是，他们可能会要求一个高昂的风险溢价来保护自己免遭通货膨胀和美元贬值的风险。这些债权人会意识到一点，大量借款对于美国人来讲相对安全，因为美国人在借一种他们可以发行的货币，而实际上债权人面临更大的风险。

似乎很难想象这样一种净负债的规模能够行得通。按照全球标准，即使与一些相对较小的经济体相比，这样的负债规模也是特别大的，这些较小的经济体往往负债较高，但是占债权人提供资金的比例并不大。图 5.1 给出了一些相应的比较，尽管它显示出美国的净负债仍然处于很低水平。不过，一些国际宏观经济学家已经认为这些赤字必须得到关注。2007 年 3 月来自布鲁塞尔智库布鲁格尔、华盛顿的彼得森国际经济研究所和韩国对外经济政策研究院（KIEP）的一些经济学家，强调一个传统观点，即这种趋势是不可持续的并且是不为人们所期待的。

这些趋势的持续发展也带来了一些明显的政治风险。比如，究竟在多大程度上美国国会会认为外国人——尤其是外国政府——购买美国资本市场上一定比重的股票是合适的？有人认为没有太多必要来限制。但是只要看看对于中国人试图购买优尼科公司所出现的激烈抱怨的声音，或者对于迪拜港口世界公司试图购买 6 个美国港口经营权所出现的反对声，我们就可看到现实

① 巴里 · 艾成格林：《全球失衡》（*Global Imbalances*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

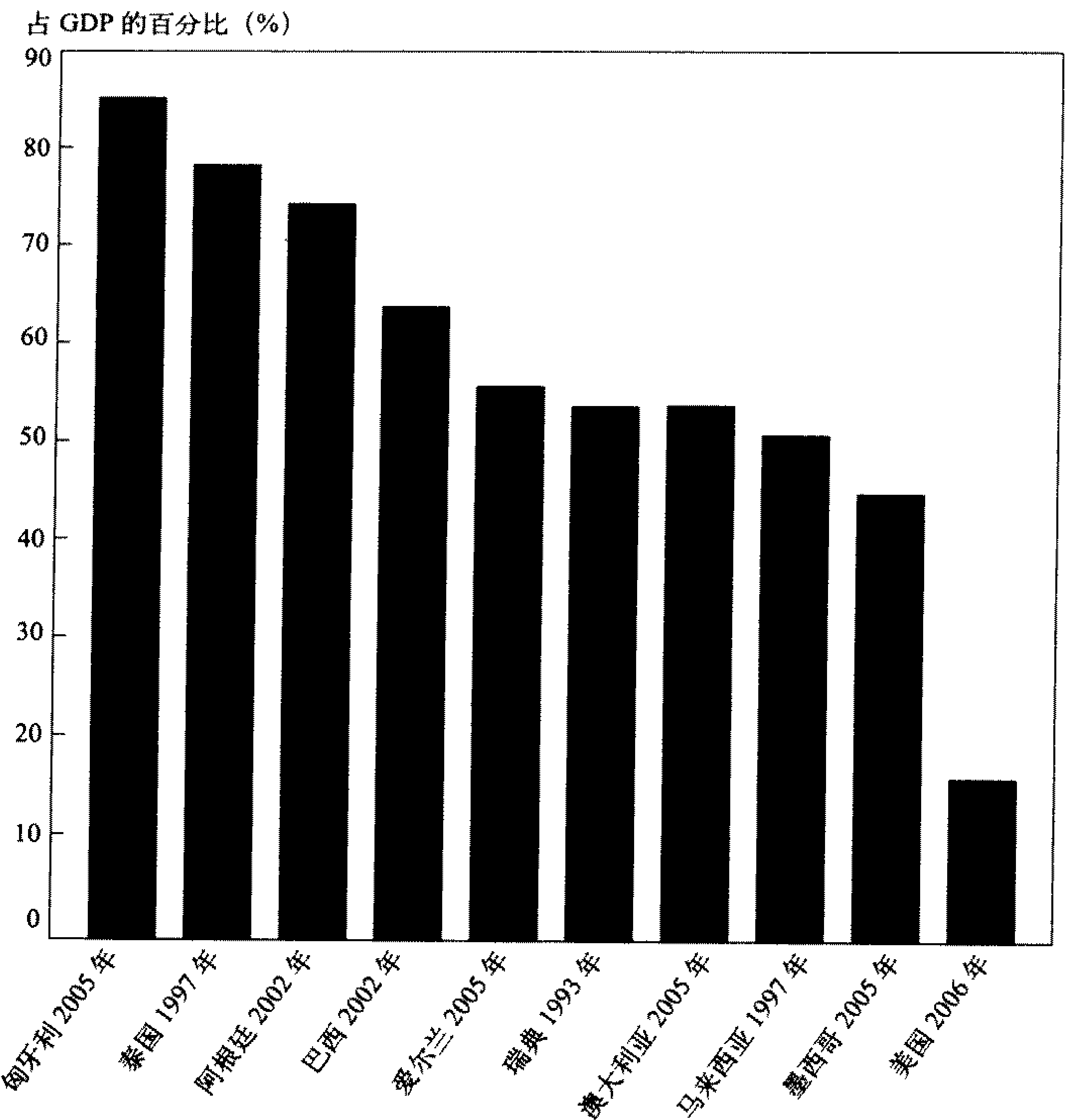


图 5.1　净外债

资料来源：麦肯锡全球研究院《美国的失衡行为》

的严峻。还有一些现实情况，比如担心贸易赤字而出现日益增长的保护主义，以及对中国双边和多边贸易盈余出现的抵制现象等。也许最理性的做法是，美国人退缩回去，继续享受他们“支出大于收入”的特权。但事实上，那不是大多数美国人看问题的角度。多数美国人认为这是外国的一个骗局，它们在买走美国，摧毁好工作，蹂躏美国的产业。

许多经济学家也认为应该有一个实质性的贬值来实现所需要的调整。比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，布鲁塞尔智库布鲁格尔、华盛顿的彼得森国际经济研究所和韩国对外经济政策研究院的一些经济学家所得出的调查结论，“综合各种模型分析，我们认为目前（2007 年 3 月）美元进行 10%~20% 的实际有效的贬值，将会使美国经常账户赤字在未来数年减少约占 GDP 的 3% 的规模”。①美国从根本上讲是一个巨大的经济体，如果它想大规模地扩大出口，则需要从实质上提高它在世界市场上的份额，而且所增加的出口规模必须远远大于当初为减少赤字而设想的规模，因为贸易条件（即进口和出口的相对价格）会随着出口的扩大而恶化。与进口相比，由于商品和服务出口规模如此之低（在 2007 年第二季度经历了复苏之后，仅占 GDP 的 11.6%，而进口占 GDP 的 16.8%），如果希望赤字显著缩小，后者必须比前者以更快的速度增长。所有这些事实说明，无论是外部的竞争能力还是内部的相对价格体系都需要发生重大变化。

如果这个逻辑成立，那么已经从最近的高点下降一段时间的美元则将进一步疲软（见图 5.2）。根据摩根大通的贸易加权指数计算，到 2007 年 3 月，实际汇率已经从 2002 年 2 月高峰期下降了 22%（截至 2007 年 6 月，它下降了 25%）。如果实际汇率需要进一步下降 20%，则累积的下降幅度将达到 40%（堪比 80 年代后期的情况），而且实际汇率水平将创新低。更重要的是，由于名义汇率的变化只是不完全地反映在价格的变化上，因此贸易加权计算的名义汇率的贬值需要比实际汇率的贬值幅度更大。在这种情况下，美元“失去控制”的风险可谓不小。

这种趋势持续时间越长，美国的净负债就会变得越大，而对于修正贸易平衡的要求就会更强烈，因而实际汇率的下降幅度就会更大。同时，当外国投资者越来越清楚地了解了他们没有对其日益增长的美元资产进行风险对冲，他们会突然通过索要高利息来为其美元资产寻求高风险补偿。一个较高

① 阿荷霖（Ahearne）等：《全球失衡》（*Global Imbalances*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的长期实际利率加上不断贬值的美元，足可以压缩美联储干预的空间，引起美国和世界经济的深幅衰退。实际上，这就是一次“硬着陆”。

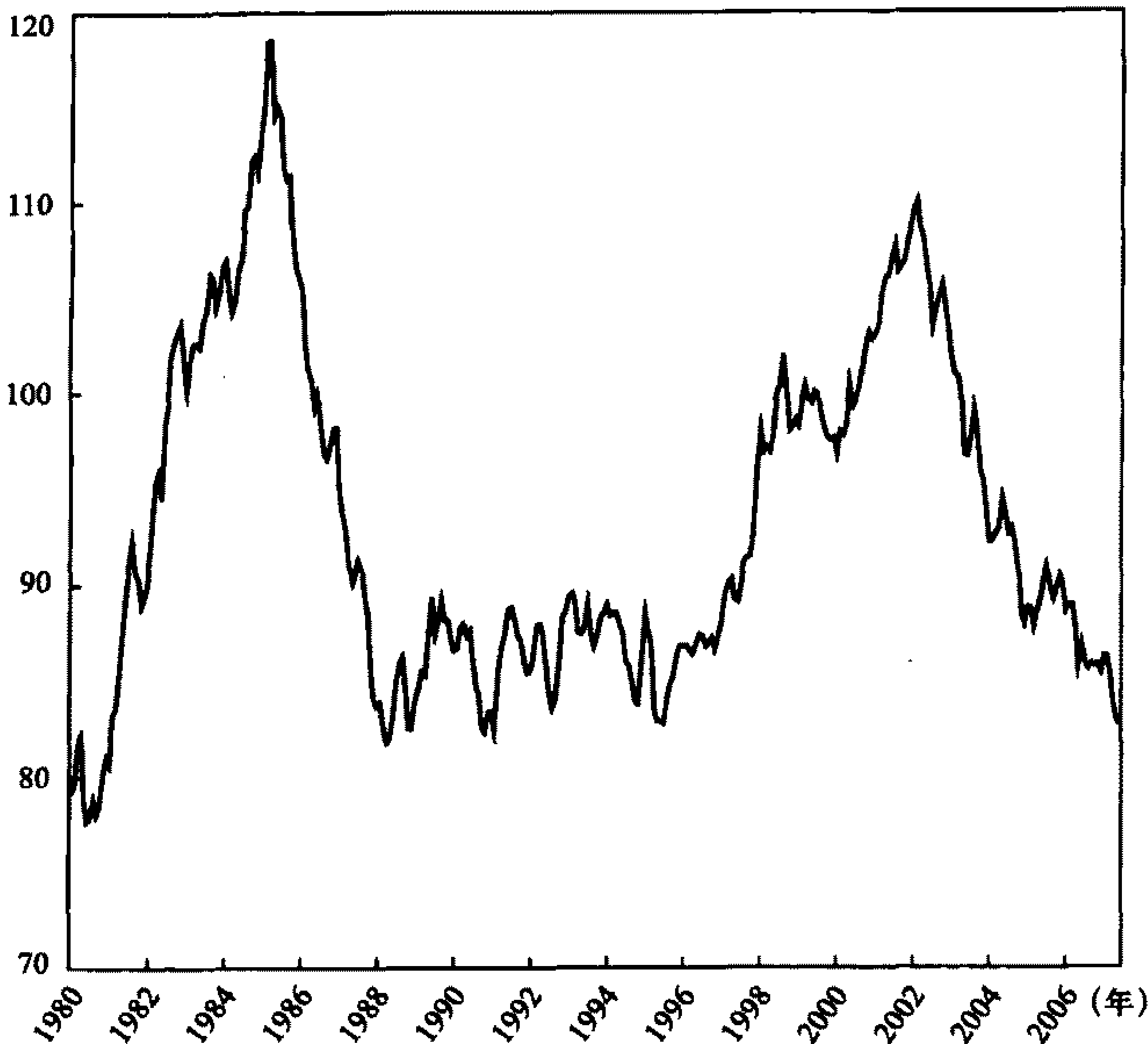


图 5.2　美国的实际有效汇率

资料来源：摩根大通

注：考虑贸易加权的价值

这些外部趋势仅是值得焦虑的一部分。如我们在第 4 章所提到的，外部负债增加在国内的对应部分表现为美国家庭负债的巨幅增加。尽管很难评论这些负债中哪些部分“太高”了，但是人们仍然想知道这样的趋势能够持续多久或者如何持续。进一步讲，正如经验所显示的，这样的信用扩张不可避免地与有风险的贷款结合起来，就像所谓的次级贷款和抵押贷款证券化。无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论怎样，随着房地产市场的走软和房屋价格的下降，家庭支出在可支配收入中的比重会下降，因为储蓄会向正常水平逐步靠拢。要改变这种变化需要货币政策的重大调整。美联储货币政策的变化又会反过来威胁到美元的外部稳定，或者加剧人们对通货膨胀的恐慌，或者两者都有。另外一个稳定外来流入资本需求的替代措施是继续加大财政赤字。这个措施也不是人们所期望的，而且政治上也有困难，同时还会威胁外国债权人，产生突然的和高成本的资本外逃问题。鉴于所有这些原因，人们似乎更期盼资本流入能够早日开始减少（他们同样期盼经常账户赤字的减少）。

更重要的是，一些债权国政府也许会在一场国际政治危机中向美国索取它们的资产利益。当然，一旦它们这样做将会蒙受损失，所以往往出于这些考虑它们不会这么做。但是，从它们的角度假设另外一种可能性，即美国没收它们的资产。这样一个决定甚至对美国来说都是具有吸引力的，因为美国可以把大量的负债抹掉。假设外国人确实害怕美国的国会议员们会做出这样的选择。出于对这种可能性的恐惧，他们会廉价出售其资产。因而，不论是没收的原因还是发泄强烈不满的原因，美国的信用将可能会受到严重冲击。中国目前是美国最大的债权人，这个事实足以表明这个冉冉升起的超级大国和一个有责任的大国之间必须维持良好的关系。但是如果这种关系变糟了，美国自身的信用会受到极大的冲击，产生无法估量的长期恶果。

一种可持续的情况——从美国角度看

尽管许多经济学家认为美国现在所走的道路是不可持续的，仍然有一些经济学家对此持不同意见。美国按目前的路线走得越远，其赤字越大，则传统智慧与现实之间的反差就会越明显。在一项问题调查中，艾成格林把怀疑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者分成了三个智力阵营："新经济"的鼓吹者、"暗物质"和"精明的投资者"。[①]但还不只是这些：我们的老朋友"全球储蓄过剩"算一个，其他的是"优化美国"、"复杂的美国金融"以及"安全港"观点等。

哈佛大学的理查德 · 库珀（Richard Cooper）有其独到的开阔见解。[②]他列举了以下5点：

1. 认为美国储蓄太少的看法是错误的，而且这种错误是建立在对当代发达经济体的储蓄形式的误解上的。

2. 世界其他国家的储蓄过剩，规模巨大而且是永久性的，尤其是在一些高收入而低生育率的国家，比如德国和日本。

3. 既然美国拥有世界产出的1/4~1/3（可根据实际汇率作微调），而且拥有非常成熟的金融市场和世界近一半的可流通有价证券，因此，其他国家将其10%~15%的总储蓄投资到美国是完全合理的。在私人投资者和官方外汇当局看来，美国市场运营井井有条，美国的资产既安全又有很好的回报。

4. 设想美国赤字维持在6 000亿美元的名义水平上，而美国经济的名义增长率是5%，则在未来15年属于外国人所有的美国GDP将达到50%，而且经常账户赤字到2019年会降至GDP的2.5%。

5. 然而，赤字占GDP的比例不可能无限制地增长，但是这并不排除赤字从长期看仍会达到一个历史新高度。

由于这些观点代表了平衡的、广泛的和具有权威性的评估，就让我们按顺序来说明和评价这些观点。同时我们也注意到这些观点也考虑到了"储蓄过剩"的情况，所以这些讨论与时任美联储主席本 · 伯南克的立场很相似。

第一，如果按比较恰当的方法来测算美国的储蓄率，确实会比在国民账

① 艾成格林：《全球失衡》。

② 库珀：《美国赤字》（*U.S. Deficit*）、《生活在全球失衡的时代》（*Living with Global Imbalances*）和《对全球失衡的理解》（*Understanding Global Imbalances*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户中体现出来的要高一些，在国民账户中总储蓄在 2006 年是 GDP 的 14.1%，而净储蓄率为 –1.9%。库珀认为，一个比较合适的储蓄概念应该包括对耐用消费品、教育和研发的投资。最近几年这三个类别加起来就占了 GDP 的 19%（9% 为耐用消费品、7% 为教育投资、3% 为研发投资）。考虑到这些层次的储蓄，考虑到持续下降的资本品的价格，而且最重要的是，考虑到人均国民收入的持续增加，考虑到全员劳动生产率的持续提高（或者说是整体技术进步）和投资带来的成果，我们就不能说美国的储蓄率太低了。更重要的是，金融市场的发展使得个人能够非常容易地把非流动性资产（例如房屋）变为消费支出。也许我们可以把这种观点称为“优化美国”。

当然，美国无法把它的许多资产（例如律师或购物中心）转化成赚取外汇或者储蓄外汇的能力，来帮助偿还国家的债务。这需要资本品的构成发生重大改变，而这也需要很长时间，而且需要相对价格发生显著变化。

第二，库珀提出世界其他国家的多余储蓄是结构性的，即“储蓄过剩”的观点。他特别提到德国、日本和其他几个富国（例如荷兰、挪威、新加坡和瑞士，这些国家都有尽管绝对值较小但是比例很高的经常账户盈余）。人口趋于老龄化、经济增长缓慢的富裕社会往往会有较高的储蓄率，而投资的需求则较低。这个观点是有说服力的。图 5.3 是麦肯锡全球研究院和 OECD 的研究，它显示所有债权国的所有盈余总和，能够支持库珀有关西欧状况的说明。

然而，必须指出的是，西欧的盈余被欧洲内部赤字抵消了：欧元区在 2006 年出现 290 亿美元的经常账户赤字（尤其是法国、希腊、意大利和西班牙，抵消了德国的盈余）；英国出现了 680 亿美元的赤字；而中欧和东欧的赤字有 890 亿美元。这些完全抵消了来自丹麦、挪威、瑞典和瑞士的储蓄盈余（2006 年它们的盈余为 1 599 亿美元）。而且，日本现在产生的盈余只占东亚的 1/3。从全球层面看，石油输出国和东亚其他国家的未来盈余更值得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

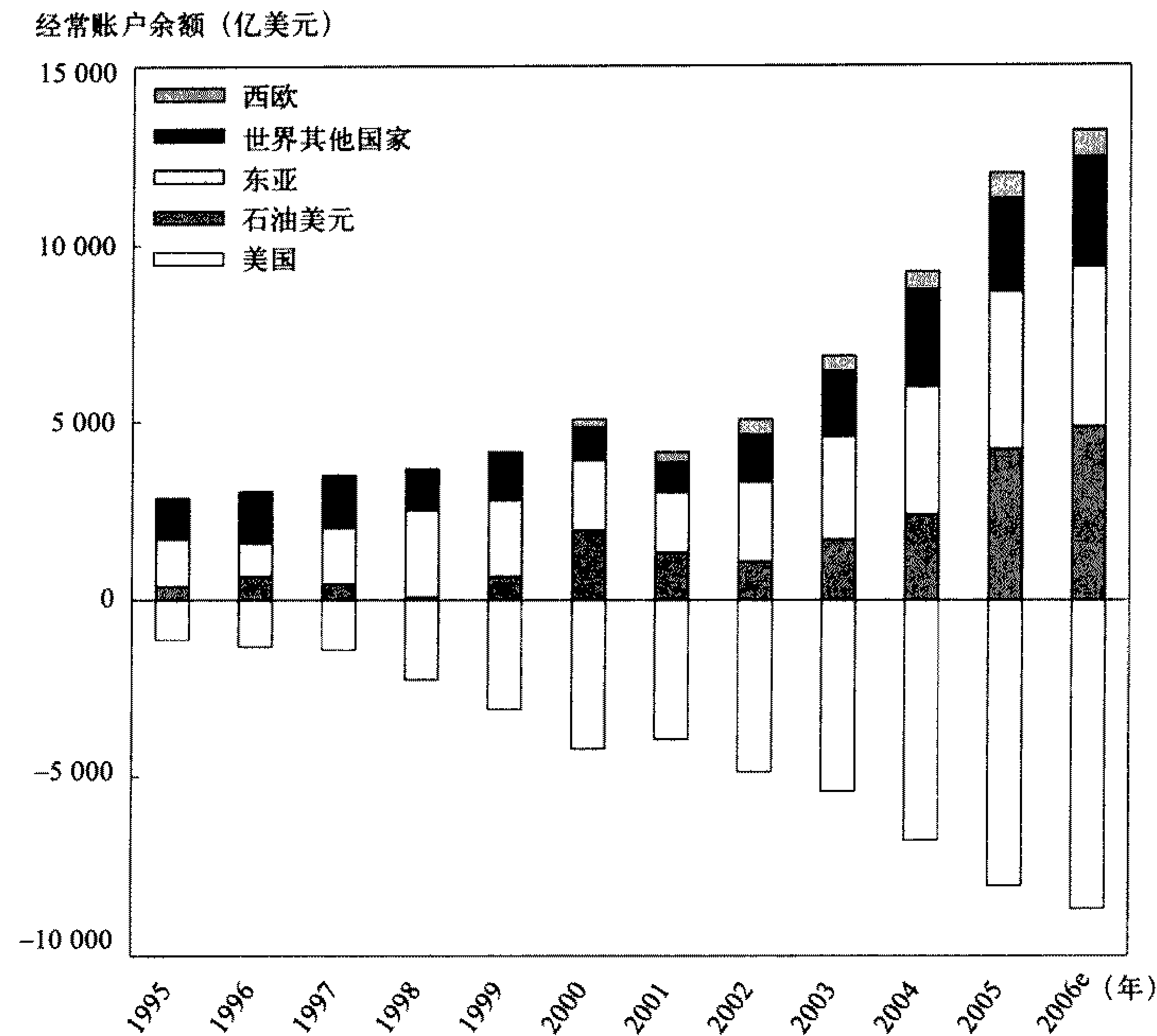


图 5.3　债权国和作为最后债务国的美国

资料来源：麦肯锡全球研究院和 OECD

注：e 指预计

指望。很可能前者的盈余会减少，因为即使石油价格仍然维持较高水平，这些国家的边际消费增长也会高于它们的边际收入增长。中国的盈余是目前世界上最大的，未来情况则是个谜，下面会详细分析。未来的一种可能性是盈余总量会缩减。人们所期待的未来，可能是这些盈余的一部分能够流向发展中国家，而不是美国。尽管如此，库珀所认为的美国将会长期维持显著赤字的观点（尽管比这些年会小一些），实际上是有说服力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，库珀坚持认为，美国是投资天堂——所谓的广义上的“新经济”和人们所认为的“安全港”。另一个积极认为美国是一个有吸引力的投资场所的经济学家是哥伦比亚大学的理查德 · 克拉里达（Richard Clarida）。他认为，“美国的经常账户赤字是一个总均衡现象，部分地反映了全球储蓄过剩的状况，与后泡沫世界的有利的投资机会相关”。同时他也认为，与其他高收入经济体相比，赤字是相对快速增长的美国经济的自然结果。[①]

三位经济学家，里卡多 · 卡巴雷罗（Ricardo Caballero），埃曼纽 · 法尔黑（Emmanuel Farhi）和皮埃尔－奥利弗 · 古林查斯（Pierre-Olivier Gourinchas），前两位来自麻省理工学院，后一位来自加州大学伯克利分校，进一步进行讨论，我称之为“成熟的美国金融”观点。[②]他们注意到现在美国的资产占到世界金融财富的 17%，这相当于这些地区年产出的 43%。他们认为世界基本上可以划分成 3 个区域：产生一流金融工具的相对发达且活跃的经济体（美国、英国和澳大利亚）；发达程度相对低一些但也可以产生很好的金融工具的经济体（日本和欧元区）；然后是充满活力的发展中国家，它们储蓄额很大但是没有一个合适的金融市场，无法为它们的流动储蓄提供好的投资场所。这个模型解释了资本流动模式是，流向相对活跃的发达国家，这种流动导致那些国家产生相对较高或较低的实际利率，这种情况出现的原因是世界各地储蓄者对一流资产有着巨大需求，而这些资产主要由美国和它的一小部分讲英语的同伴们提供。

撇开疑问，所有这些林林总总的讨论——所有这些强调美国作为一个资本投资场所具有各种好处的讨论——都有一定的道理，但是它们都面临一些重要的困难。

---

① 克拉瑞：《日本、中国和美国的经常账户赤字》（*Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit*）。

② 卡巴雷罗等：《平衡模型》（*Equilibrium Model*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那种认为美国经常账户赤字必然反映美国经济快速增长的论点是不正确的。一个不断上升的赤字意味着国内的需求增长要快于产出增长（见图4.28），而不是产出本身增长更快。如果有人怀疑这个观点，他只需要看看中国的表现，中国不仅是世界上增长最快的国家也是拥有最大经常账户盈余的国家。因此，尽管在21世纪前几年里美国增长速度高于日本和西欧，但是这一事实并无法说明美国赤字出现爆炸性增长。

美国作为“世界银行家”的事实——即为全球金融体系的中心，就像英国19世纪那样——并不意味着它必须承受巨额经常账户赤字。英国在那个时候没有出现这种情况。相似地，美国在“二战”之后拥有经常账户盈余，那时美国远远不如它今天所拥有的中心地位。同样，如卡巴雷罗和他的合作者们所认为的，美国能够向外国投资者提供有吸引力的资产，也不必然会导致经常账户赤字，假定美国有足够的储蓄来支持它的投资和输出它所收到的资本。

但是美国具有绝对吸引力这一说法面临的一个挑战是，在2000年后美国经常账户赤字的极其重要的融资者是外国政府、非营利性的私人投资者（见图5.4）。从2002年到2007年第二季度，外国政府投资了1.64万亿美元到美国（占投资美国各种证券总资产的81%）。按净值计算，美国经常账户赤字的48%是由外国政府来融资支持的。即使按总量计算，24%的外部融资也是由外国政府提供的。

另外一个更大的挑战是，在美国的外国投资并没有在所谓活跃的“新经济”中获得良好收益，实际上投资回报是很差的。古林查斯和海伦·雷（Hélène Rey）向我们表明，1973~2004年间美国的资产回报比美国负债的成本高3.26%（见图5.5）。[①]在这个差额中，2.39%归因于投资不同资产的较

① 古林查斯和雷：《从世界银行家到世界风险资本家》（*From World Banker to World Venture Capitalist*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

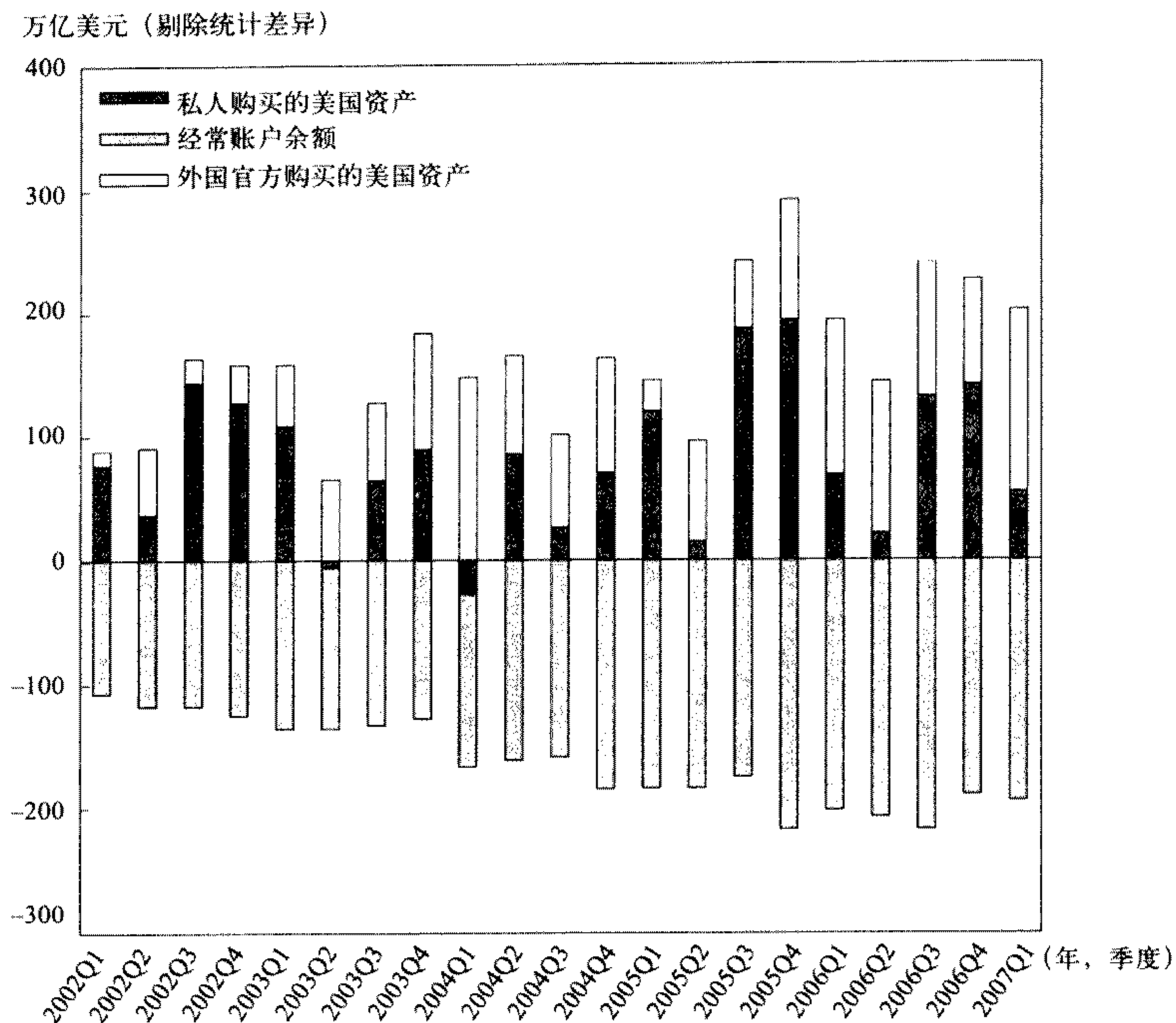


图 5.4　美国经常账户的资金融通

资料来源：美国经济分析局

高回报，而 0.88% 归因于美国资产的结构形式发生了变化，即资产转变成高收益和高风险的资产类别，比如对外直接投资和其他股权。总之，在这段时间投资到美国的外国投资者在股权类投资上获得了 9.4% 的实际收益，在直接投资上获得了 9.3% 的实际收益，这不出人们意料，因为这段时期是牛市——但是，债务融资的收益率只有 0.32%，其他资产（指银行贷款和贸易融资）的收益率也只有 1.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

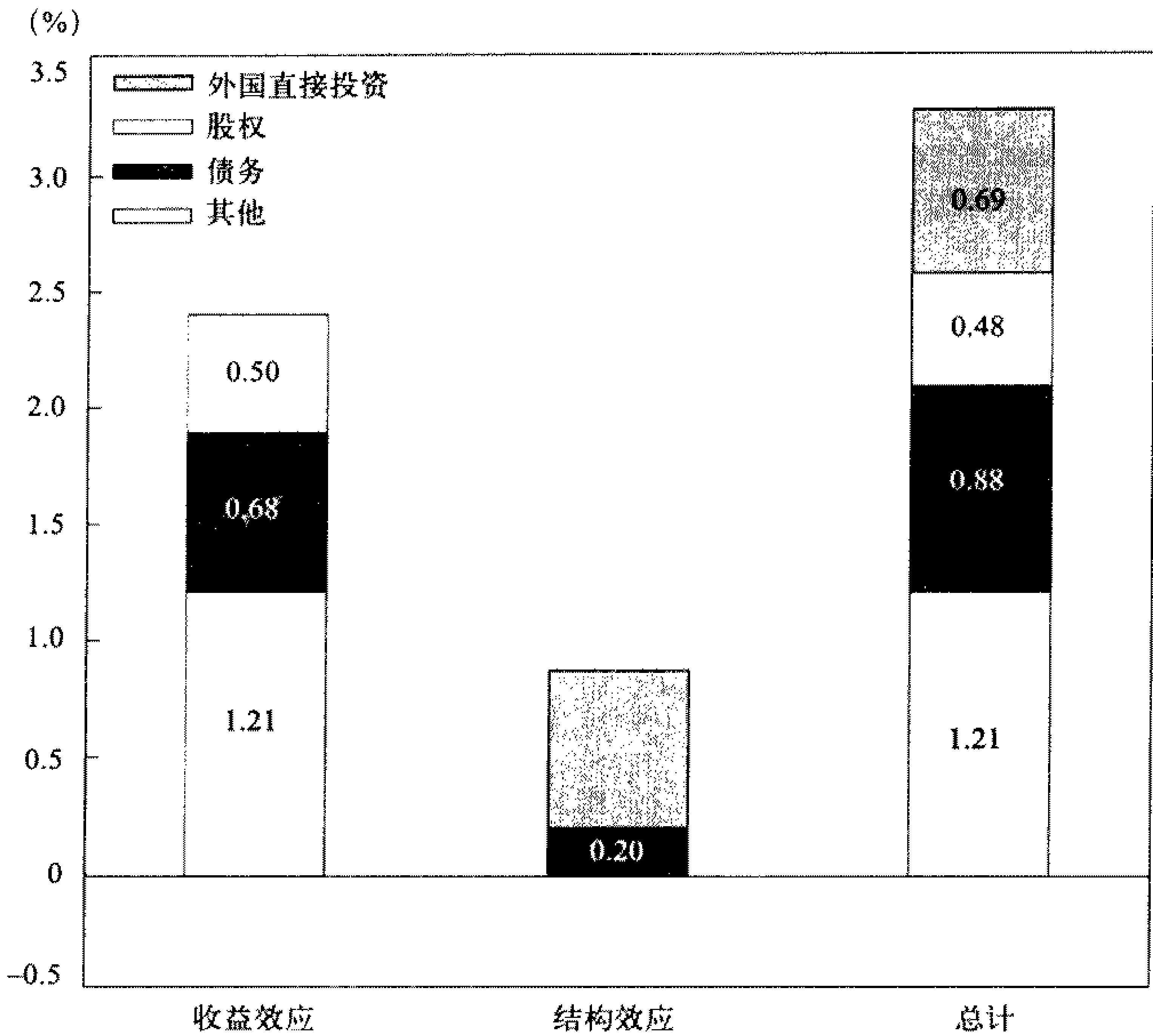


图 5.5　1973~2004 年决定美国资产比其负债具有更高收益水平的因素

资料来源：古林查斯和雷（2005b）

为什么这个分析很重要呢？因为外国投资者持有的美国负债，大部分是以债券形式（包括银行存款）存在的，外国政府的投资尤其如此。比如，在2006年年底，根据美国经济分析局的统计，外国投资者在美国拥有的资产（按照市场价格计算的直接投资）价值 17.418 万亿美元。其中，6.8% 是金融衍生工具，93.2% 是传统资产。在后者中，17.1%（高达 2.77 万亿美元）是外国政府持有的国债、银行存款等，另外的 47.5% 是私人借款，19.8% 是外国直接投资，15.6% 是企业股票。总之，外国投资者持有的超过 2/3 的美国资产（不包括金融衍生工具）是以债权形式出现的。所以，这说明了外国投资者将很大比例的资金投到了低收益的资产中去，而且主要是以可能遭受贬值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的美元计价，这一点对美国特别有利。

1989 年年底至 2006 年年底，美国用于减少其经常账户赤字的累积净资本流入达到 5.308 万亿美元。而同期美国的净外部负债头寸仅增加了 2.151 万亿美元。因此，美国实际上抵消了 3.157 万亿美元，相当于 2006 年 GDP 的 1/4。这一巨大差异部分是由于汇率的变动，它造成 2 000 亿美元的增项。不过主要原因是由于美国资产与美国负债之间的有利相对价格变动（即，美国海外资产的价格表现要好于外国投资者持有的美国资产的价格表现），这个变动的价值达 1.488 万亿美元，而且，所谓的“其他变动”所促成的价值达 1.469 万亿美元。自从 2001 年年底以来，随着美元开始缓慢“下滑”，整个情况变化更加剧烈。那段时期，美国的净负债实际下降了 1 990 亿美元，尽管有累积高达 3.209 万亿美元的资本流入。对此的解释为：8 920 亿美元是汇率波动带来的，而 1.694 万亿美元是价格的有利变动产生的（原因是美国股票市场相对糟糕的业绩表现），还有 1.469 万亿美元是属于其他变动。

图 5.6 显示了 1989~2006 年资本流入美国的总体情况，这些流入弥补了每年的经常账户赤字。它也说明了每年的净负债总额的变化（净流入的总额以及估值的变化）。这些差异由估值的变化而引起。这些差异使得任何一年的资本净流入量相形见绌。尤其在 2005 年，估值效应尤为明显：净利得达到 1.033 万亿美元，这使得 7 770 亿美元的净资本流入量演化成美国出现 –2 560 亿美元的净负债（即美国出现收益）。

图 5.7 显示了所有这些变化所带来的影响。如果我们简单地从 1976 年起把累积经常账户赤字加到当年的净负债头寸上，则到 2006 年年底美国净负债相当于 GDP 的 44%。根据美国经济分析局的资料，2002 年美国净负债只相当于 GDP 的 23%。所以说，在一些特别时期当经常账户赤字特别大时，估值效应对美国会特别有利。这个结果取决于两方面的因素：一是资产和负债占 GDP 的比例很高（2006 年年底，分别占 GDP 的 116% 和 132%）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

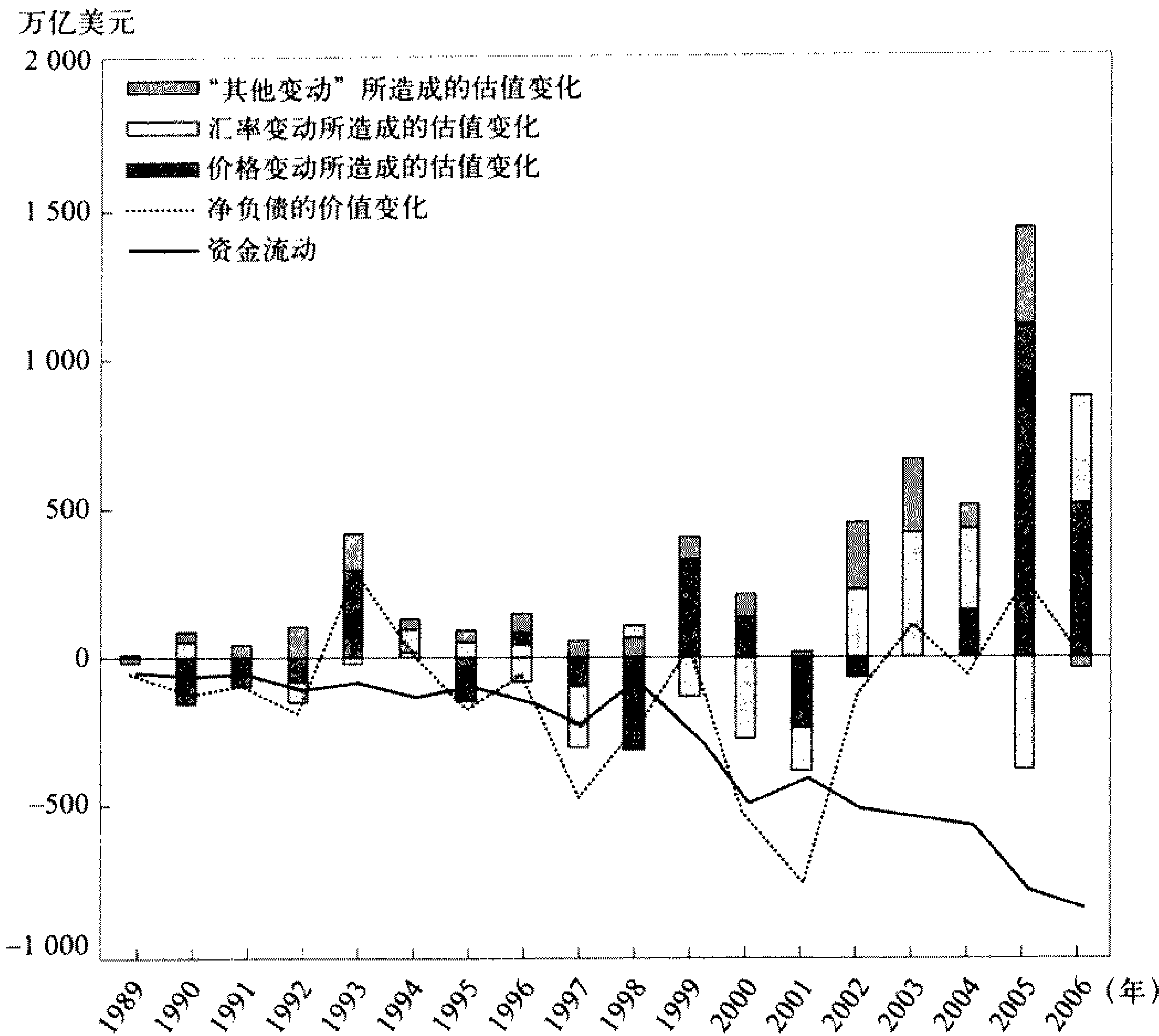


图 5.6　美国净负债中资金流向及其变化

资料来源：美国经济分析局

二是近年来资产的价格表现要好于负债的价格表现：2002~2006 年，美国所持外国资产的美元价值上升了 124%，而同期美国负债的美元价值只上升了 88%。

简言之，那种认为外国投资者投资美国是因为高收益的解释是没有道理的。这是因为实际情况正好是完全相反的，即美国能够维持巨额经常账户赤字，而它的净负债头寸在 2000 年以来一直在改善。这不足为奇。古林查斯和雷所说的包括美元贬值带来变化的"估值通道"，已经"贡献了国际调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

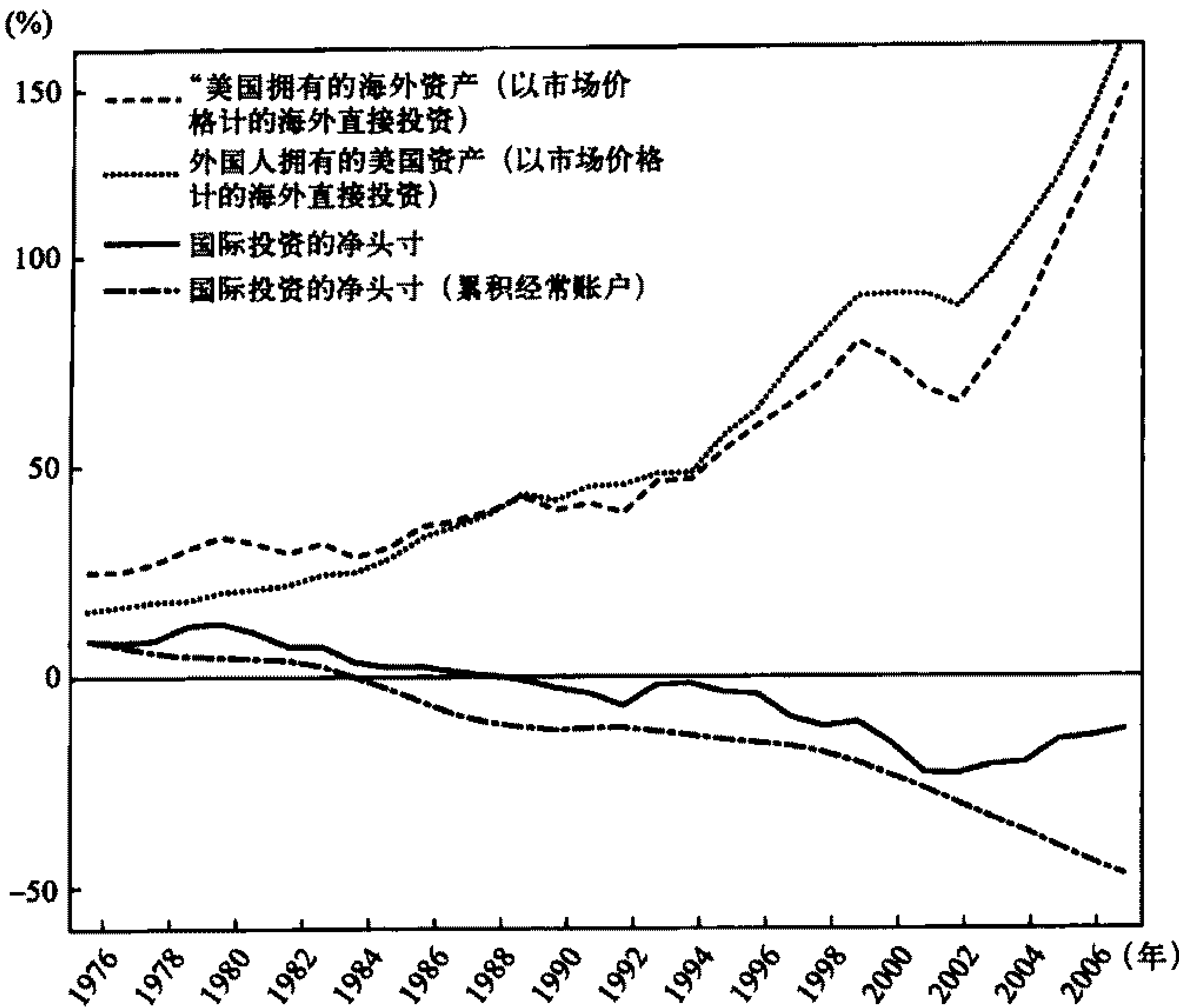


图 5.7　美国的国际投资净头寸占其 GDP 的比例

资料来源：美国经济统计局

的 30%"。[①]说得直率一些，把货币的外部价值降低，是一种优雅的、无痛的、完全合法的美国式违约。

美国正在享受免费大餐，因为它是一个外国投资者放入大量投资却收益糟糕的地方。购买美国的债务工具尤其愚蠢。但是外国投资者，尤其是那些购买了低收益债券而又面临美元贬值的投资者，也许并没有真的很愚蠢地进行投资，这些投资或许提供了比其他替代投资更好的前景。但是实际情况使我们至少对库珀、克拉里达、卡巴雷罗及其合作者所持的主张提出了质疑，

① 古林查斯和雷：《从世界银行家到世界风险资本家》和《国际金融调整》(*International Financial Adjustment*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即资本的流入反映了美国能够提供有吸引力和高品质的投资机会。实际上，如我在下主要指出的，我们很难反驳，在同一时期，美国能够获得几乎无限量的低成本信贷而且风险极小，可以说美国正在享用“过度特权”，而且人们认为把钱放在美国一直是一个好的投资。

至少，支持这种论点的人们会认为，投资到美国是安全的，不会遭遇政府没收或其他不正当形式的对待——即“安全港”的观点。这确实是事实。20 世纪，美国赢得了一个保护外部投资者利益的好名声，而在 19 世纪，它根本无此美誉。人们认为外国人在美国能够得到像美国公民一样的保护。但是，我们还是要就这个讨论强调 3 个重要的美国“经历”：

1. 如同美国在 20 世纪 70 年代的所作所为，它是有可能想方设法通过货币方式来降低它的美元计价的负债的。

2. 2002 年以后的情况再次表明，美元实际上是一个具有浮动汇率的货币，它具有自我贬值的能力（见图 4.26）。因此，它绝不是一个可靠的价值标的——金本位制的信奉者们一再地提醒过我们。

3. 美国政府会倾向于挤压或者冻结外国投资者所拥有的资产——尤其是那些外国政府所持有的资产，而这些政府被美国政府看成是有敌意的——美国在这一点上比任何发达国家都做得过分。实际上，如我们在下主要讲的，一些学者通过分析外国资产的脆弱性来讨论官方资本流入的情况。

因此，那种认为一些政府在美国的投资，比如中国政府或者中东石油输出国政府的投资是很安全的说法，是错误的。

这个说法包含了另一个由科登提出的相关讨论。他认为，中国的经常账户盈余是把部分资产“停留”在海外的一种途径，直到国内投资分配的效率得以提高。[①]这是完全有可能的。但是一个理性投资者在“阴雨天”把资金

① 科登：《经常账户失衡》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转移出去时（或者家里是“艳阳天”），他会考虑保存这些资金的实际购买力。集中投资于美国政府债券是很危险的。更稳妥的办法是拥有分散的投资组合。实际上，我们已经看到很多这种例子。2006 年年底全世界官方外汇储备为 5.037 万亿美元，据美国统计，外国官方储备在美国的只有 2.77 万亿美元。这两者的差应该就是以其他货币表现的在美国以外国家的资产和储备。这些储备没有必要来支持美国的融资。

现在让我们转向库珀的第四个讨论：一年 6 000 亿美元的赤字是无限期可持续的。尽管核实起来很困难，但是这个假设看起来是完全有可能的，因为这样就意味着经常账户赤字占 GDP 的比例是稳步下降的，而且也意味着净负债有了一个最高限，即不超过 GDP 的 50%。正如麦肯锡全球研究院关于美国经常账户前景的研究表明，这一比例大大低于许多国家，那些国家在过去 20 年内曾多次陷入外债困境。当然，由于这个数字太大，美国负债规模要远远高于其他国家。但是，美国也可作为最不可能陷入困境的一个案例，这是因为它借的钱完全是自己的货币，而且拥有一个足够封闭的经济体，这个经济体不会因为贬值而面临通货膨胀的危险。更主要的是，即使经常账户赤字占 GDP 的比例稳定在一个比例上，比如说占 GDP 的 5%，美国的净负债永远不会超过其 GDP 的 100%，即使我们忽略因为调整而出现的有利估值效应的可能性。这个讨论引出了库珀的最后一个论点：经常账户赤字不可能相对于 GDP 而无限期地上升。直到 2005 年第四季度，事实就是这样（见图 4.3）。相对于 GDP，经常账户赤字在过去很长时间内持续上升，因为进口的增速远远大于出口的增速。随后出现了一个拐点，如图 5.8 所示。一个大问题是：那个拐点是否可持续——反映了竞争力基本面的改善（包括美元实际汇率的陡幅下降）和全球需求相对增长状况的变化，或者说只是暂时地反映了美国在房地产泡沫破裂后需求的下降？从 2005 年第二季度看，实际年环比的出口增长超过了进口增长，至少持续到 2007 年第二季度。在那一段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
全国最低交易费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间，平均实际出口增长率为 7.5%，而进口只是 4.8%。所以，这段时间以实际条件计算的赤字稍微下降了些。如果那样的趋势延续下去，则赤字就不会急剧上升。

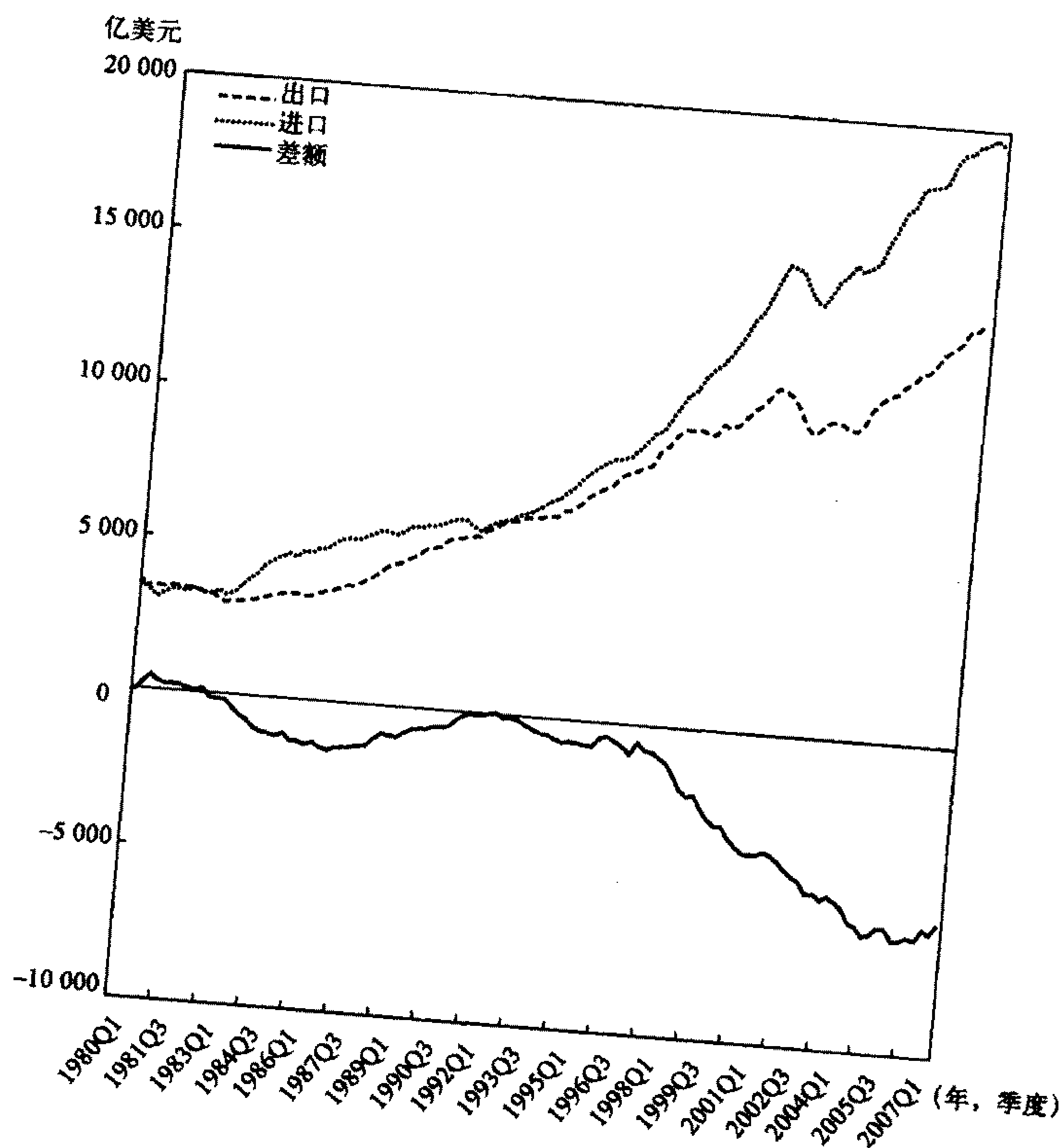


图 5.8　美国实际的出口和进口

资料来源：美国经济统计局

注：按 2000 年价格计价

关于美国目前的资本流入模式是否可持续和可管理，以上讨论并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是唯一的。一个饶有兴趣的讨论来自哈佛大学肯尼迪政府学院的里卡多·豪斯曼（Ricardo Hausmann）和费德里科·施图尔辛格（Federico Sturzenegger）。他们的基本观点是，美国政府并没有出现经常账户赤字，也没有维持经常账户赤字，而且也不太可能去维持经常账户赤字。因此，美国和全球的国际收支以及 GDP 账户都是错误的，因为它们都剔除了美国巨大的出口（也就是其他国家的进口），即他们所谓的“暗物质”（这里他们借用物理学家描绘“不能看见的物质”的名词，这种名词被用来说明观察到的和间接测量到的浩瀚宇宙的差别）。①

从根本上说，这个争论其实很简单。尽管其净负债规模正在变得越来越大，但是豪斯曼和施图尔辛格认为，美国仍然在继续收取投资收益上的可观盈余。比如，在 2007 年第一个季度之前的 4 个季度里，美国有 431 亿美元的顺差，包括来自外国直接投资流入的 1 835 亿美元的顺差，由其他私人收益产生的仅仅 18 亿美元的赤字，以及 1 386 亿美元的政府收益（起因是外国投资者拥有大量的美国政府负债）。但是，他们讨论说：“国家的金融头寸所产生的收益是衡量其资产真实价值的好指标。一旦资产能被正确估值，美国就是一个净债权者，而不是一个净负债者，而且它过去 20 年的净外国资产头寸看起来很稳定。”他们认为原因在于美国看不见的服务出口，它创造了持久的“暗物质”投资。

这些出口到底是什么呢？它们分为三类：全球流动性服务，是指外国投资者愿意为拥有美元负债而“支付”的成本；保险服务，表现在美国国债收益与其他国家国债收益的差别上；知识服务，它和美国的对外投资捆在一起，并重新出现在回流收益上。这样，美国的实际国际资产是按照国际通用的市盈率 20 倍或者净收益率 5% 来衡量的。这就产生了一个“真实的”净资产头

① 豪斯曼和施图尔辛格：《为什么美国的经常账户是可持续的？》（*Why the U.S. Current Account is Sustainable?*）和《全球失衡或者是糟糕的会计问题？》（*Global Imbalances or Bad Accounting?*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寸。这个头寸和经过测量的净资产头寸就含有了“暗物质”的量。每年的变化就相当于“暗物质”的出口量。这样，美国就迅速变成了一个永久性的净债权人。那么这些看不见的累积的出口量或者“暗物质”量到底有多大呢？根据我个人的测算，到2006年年底，远比3万亿美元大。

这个解释正当吗？简单地说，不是。首先而且最重要的是，它假设在没有任何调整情况下，美国净收益的数字是正确的，而美国贸易和投资的数字是错误的。正如伦敦经济学院和高盛的威廉姆 · 比特（Willem Buiter）以及欧洲政策研究中心的丹尼尔 · 格罗斯（Daniel Gros）所指出的，这是完全不正当的假设。[①]

正如格罗斯所指出的，当我们仔细查看最近美国的账户情况时，会发现这里只有一种美国人在海外拥有的资产类别，其收益显著而持续地超过外国投资者在美国所拥有的资产回报：直接投资。他证明说，比如在2000~2005年间，股权投资回报率与债务投资回报率之间的差异是零，而与“其他投资”回报率的差异只有1%，对美国稍微有利。但是直接投资回报率的差异为4%：美国在海外的投资回报率是7%，而外国投资者在美国的投资回报率为3%——比他们投资美国的国债收益率还低。况且这些回报不像是那些投资到股权上的投资，它们与总利润挂钩，而不仅仅是分红。这些情况给我们提供了一幅清晰的图景来认识外国投资者在美国投资的收益率情况和美国人在海外投资情况（假设资本利得是相似的）。人们所能得出的结论是——与那种认为外国投资者是因为在美国的投资非常赚钱而投资到美国的观点完全相反——他们不应该这么做，因为这种投资根本不合算。

如果再加上一些美国最近的统计数据，人们会发现，2000~2006年间，如果按现在成本估值FDI，美国对外直接投资的收益率和流入美国的直接

① 比特：《暗物质还是冷熔化？》（*Dark Matter or Cold Fusion?*）；格罗斯：《为什么美国的经常账户赤字是不可持续的？》（*Why the U.S. Current Account Deficit Is Not Sustainable?*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的收益率之间存在 5% 的差距，按市场价格估值股票，则差距是 3.9%。2006 年，这两个差距分别是 4.4% 和 2.9%（见图 5.9）。不仅如此，绝对值是惊人的：根据 2006 年的报告，美国的海外直接投资 4.378 万亿美元带来的收入为 3 100 亿美元（按照市场价格），而外国投资者在美国的 3.222 万亿美元的直接投资所带来的收入只有 1 338 亿美元。如果外国投资者能够赚取到美国海外投资的收入水平，则美国需要支付 2 290 亿美元，即需要多付出 1 000 亿美元。这样将会导致规模已经巨大的美国经常账户赤字出现可观的变化。

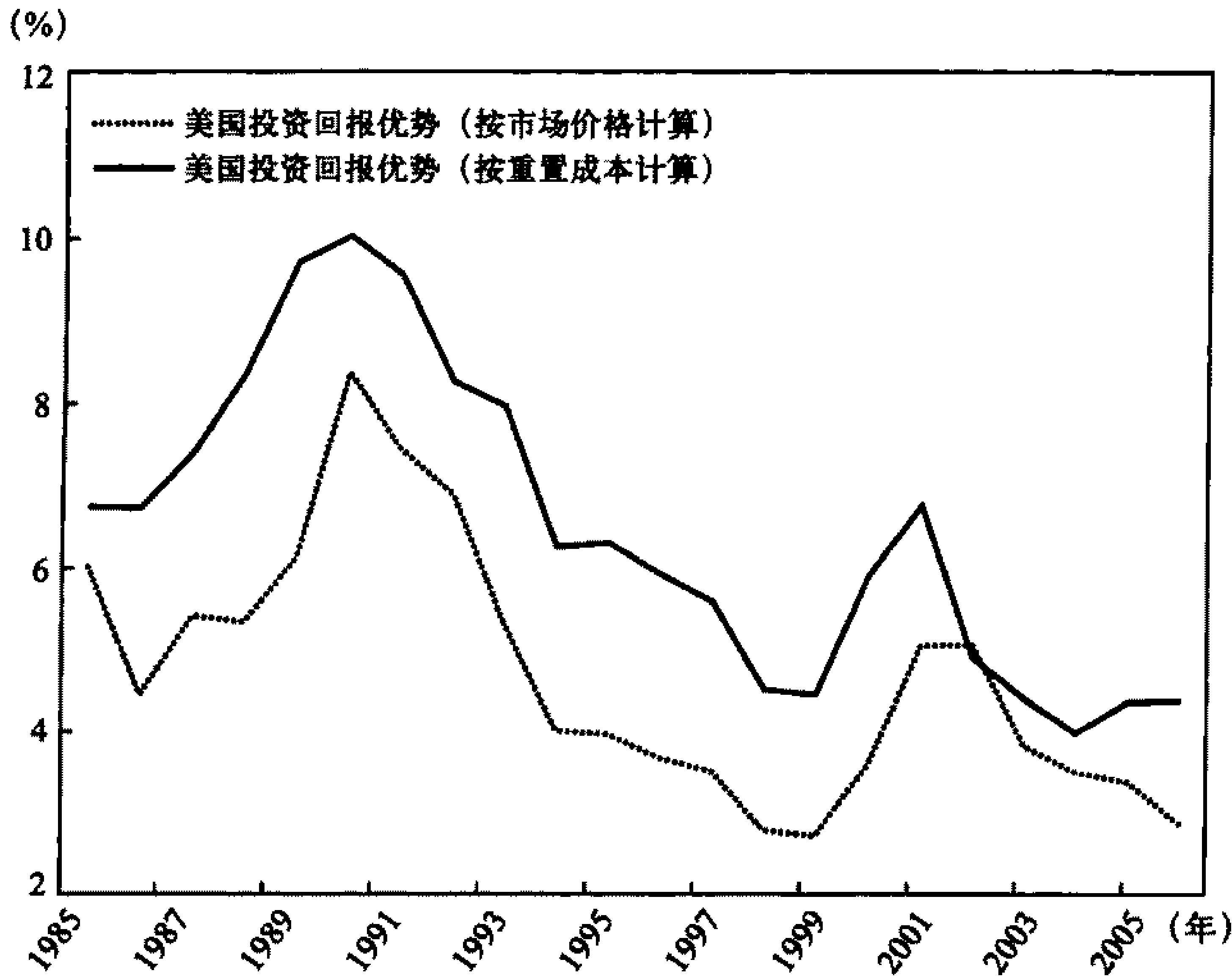


图 5.9　美国直接投资回报优势

资料来源：美国经济统计局

注：这里的价值之差是指美国所拥有的境外资产收益和外国所拥有的美国资产收益之间的差异

外国投资者是否应该继续投资美国，尽管他们的投资回报非常糟糕？答案是否定的。外国投资者或许是愚蠢的甚至是慷慨的，但是他们真的那么愚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蠢吗？请记住这些很多是来自高收入国家的非常精明和成熟的企业投资者。格罗斯分析说，把赢利重新投入是差别存在的主要原因（比如，报告期的收益减去遣返股息）。他也分析说，1999~2004 年，美国海外投资中平均年收益再投资的规模达到 1 034 亿美元，而在美国的收益再投资的规模仅为 69 亿美元（实际上是零）。但是，正如格罗斯所认为的，收益再投资是一个会计项目，它影响报告期的支付和回报，但是不涉及现金转手。如果要计算它，人们需要依赖公司的账户。但是在一个特定的税收管辖区内，如何申报利润取决于对税收的考虑。比如说，如果对外国公司和美国跨国公司来说，把它们的报告期利润转移到美国以外是有意义的（可以降低其税收负担，因为美国的公司税相对较高），则结果是人为地提高了美国公司的报告期内的再投资的利润，也同样人为地降低了外国公司在报告期内在美国再投资的利润。我们之所以相信这样的税收，是因为，正如格罗斯所言，美国海外投资的收益所得占了美国公司利润的一半，而产生的附加值只有 1/4，提供的就业只有 1/5。

格罗斯接着提出各种怀疑 FDI 收益出现巨额差异的理由。第一，股票投资回报没有差异。这揭示了外国公司可以获得一个市场回报率，直到它们的投资规模超过了定义它们是 FDI 的门槛。第二，为什么外国公司心甘情愿地在美国赚取可怜的收益，而放弃在本国可能获得的更高收益？第三，至今没有什么有力的理由说明为什么来自其他高收入国家的投资者应该特别看重美国的政治稳定或者获得美国的专有知识（也因此接受特别低的回报）。是因为美国比英国或者日本更稳定？还是因为丰田公司需要美国的专有知识？

总之，格罗斯很怀疑那些外国直接投资收益的数据，而且报告期的净收入头寸也相当值得怀疑。不管怎么样，最相关的是总回报，包括资本利得。正如我已经指出的那样（见图 5.5），古林查斯和雷向我们展示，1973~2004 年间，美国投资者从各种股权投资上获得了很高的回报，只有对外直接投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是个例外。是什么原因导致了这个结果，早期的数据在多大程度上能解释这种现象呢？人们尚不清楚。

除了上述一些不错的理由可以用来质疑收入数据外，也有很多理由可以用来质疑“暗物质”的合理性。布依特提供了一个最清晰不过的分析。他认为美国向外国投资者提供了流动性服务。这些可以通过海外持有的美元存量来衡量，但是在 2006 年这个数字只有 3 640 亿美元，仅占美国总负债的 2.1%，这是根据关于美国净投资头寸（我们必须承认它根本就不是一个负债，因为创造它几乎没有成本）的官方统计得出的。

第二个类别，保险服务，美国发债的利率远比其他新兴市场国家的债券利率低，当美国可以用很低的经风险调整后的利率来发行公共债券时，这种保险服务就存在了。但是，布依特认为，如果新兴市场国家政府所发行的债券（即使考虑了违约风险）能够持续提供比美国政府（或者是其他一些发达国家的政府，如德国或者日本政府）债券高的回报，那么就会存在一个造钱机器。美国政府所需要做的就是发行美元债务，来购买新兴市场的债务，把大量流通中的纳税人的货币储蓄下来。

但是，豪斯曼和施图尔辛格并没有发现新兴市场所提供的经风险调整后的美元债券收益率比很安全的美国政府债券收益率高。只要看看过去 15 年里在许多国家发生的违约情况：巴基斯坦（1998 年）、俄罗斯（1998 年）、乌克兰（1998 年和 2000 年）、委内瑞拉（1998 年）、厄瓜多尔（1999 年）、秘鲁（2000 年）和阿根廷（2001 年）。而且，美国人似乎一直通过购买风险债券而售出相对安全的美国国债的做法获得不错的收益，这个事实对于我们的讨论几乎没有任何意义，因为任何注销的坏账都不会体现在收入账户上。这也是说明为什么收入账户几乎不提供什么信息的另外一个原因。最近一些情况说明，当风险债务的利差非常小而损失赔偿相应变得很少时，最终成本往往是高昂的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三个类别，知识服务，在所有直接投资中都有它的影子。但是，正如我已经讨论过的，我们有很多理由来探讨美国对外直接投资收益和流入美国的直接投资收益的差距到底是什么造成的。如果不存在这么一个差距，“暗物质”就会自动消失了。问题是，如布依特所指出的，为什么人们会认为所谓的知识服务，是造成美国对外投资与流入美国的外国直接投资之间收益差异的一个原因。从价值上看，对比2006年的美国对外直接投资和流入美国的直接投资，两者所具有的市场估值与重置成本的比例，几乎一样，都在153%~154%之间。这就说明所谓的专有知识、管理技能和其他各种投入要素对公司市场价值的影响多多少少是一样的。这里，我们没有看到美国直接投资中的独特的“暗物质”。

最后一个讨论——很像刚才所说的“暗物质”问题，不过我们没有在探寻价值资产积累损失的过程中得出什么英雄式的结论——就是所谓的“精明的投资者”论点。这个观点认为美国具有这样一种能力，即它从其资产中能够挣得远远超过债务的收益，这是因为美国人恰恰比其他国家的人们更会投资。古林查斯和雷所讨论的过去的结构特点也同样适用于现在和未来。美国行政管理和预算办公室的约翰·凯奇（John Kitchen）把这个讨论发展到了极致。[①]他向我们表明，由于过去直接投资收益差异的持续，由于过去的估值效应，也由于美元的显著贬值（10年约贬值了14%），美国的净负债到2015年将只占GDP的39%。如果按照一个更加悲观的假设，这个负债水平也至多将增加一倍而已。

如果我们看得仔细一些，我们会发现所谓的美国“过度特权”来源于美国资本流动和资产负债估值过程中的四个特点。第一个特点是美国资产和负债组成的高度多样性。如果忽略金融衍生产品，我们看到在2006年美国的

① 凯奇：《小佃农还是精明的资本家？》（*Sharecroppers or Shrewd Capitalists?*），表3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产中 61% 是由直接投资和公司股权构成的，而其负债中这样的比例只有 36%。这就会产生显著的收益差别，这种差别有利于美国，因为出现了资本利得。[①]第二个特点是美国的对外直接投资获得了比流入美国的直接投资更高的投资回报率。根据上述讨论，我们有理由来怀疑这个差别的现实性。而且即使它确实存在，它也在不断地下降（见图 5.9）。最后，如果这是真实的，我们可以想象这么糟糕的投资水平如何保持资本流入的可持续性。实际上在 2001 年至 2007 年第一季度，流入美国的资本中只有 10% 是以直接投资方式出现的。第三个特点涉及难以解释清楚的估值调整问题。从根本上讲，美国对于外国资本就像是一个大黑洞。所涉及的总量是巨大的：1989~2006 年间价值调整的总量是 1.469 万亿美元，2001~2006 年间涉及 8 220 亿美元。格罗斯认为之所以出现这么大的调整，是因为经济分析局依赖由美国资产托管方提供的数据，而这些数据省略了大部分外国投资者持有的美国资产部分。第四个特点是货币本身直截了当的调整作为一种无痛的方式降低相对负债。

这些特点在多大程度上能够继续促使世界各地资本流向最富国家？从纯粹的形式上看，“新经济”的观点是站不住脚的，尽管一些说法有些道理——“优化美国”、“安全港”和“成熟的美国金融”观点。但是，外国投资者在美国的投资并未获得超级投资回报。令人震惊的是，外国投资者在美国取得很低的回报。更重要的是，美国生产效率的较大提高并不保证外国投资者有较高的回报，也没有消除令人不快的长期负债累积。所谓的“暗物质”假设从根本上说也不可靠，因为它更多地相信净收入数据而拒绝考虑投资数据。而且，我们可以很轻易地用另一种方法来重述我们的疑惑：为什么美国投资者的回报率比其他在美国投资的投资者所获得的回报率高得多？看起来最可靠的是“精明的投资者”假设，这是另外一个“过度特权”。

---

① 梅西勒（Meissner）和泰勒（Taylor）：《丢失了我们的大理石》（*Losing Our Marbles*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如艾成格林所描述的，这些讨论也是彼此不相容的。如果美国的对外投资能够取得远远高于外国投资者在美国能够取得的回报，那么关于外国投资者理性地在美国这个富裕的市场上部署资金的观点根本讲不通。一个人不可能一方面强调美国能够维持巨额经常账户赤字是因为外国投资者受到高回报的诱惑，另一方面又强调美国有能力使自己的资产收益远远高于其负债的成本支出。最后，支持巨额经常账户赤字能够无限期持续下去的最佳论点是那种关于美国人是“精明投资者”的观点。但实际上认为美国人是常胜将军的观点值得探讨。无论如何，认为巨额赤字会永远持续下去的观点是很危险的。从一个较长时期看，赤字占 GDP 的比例必然会下降。问题是什么时候会下降，怎样下降。

一种不可持续的情况——从债权人角度看

从债权人角度看，为什么给美国融资的过程不可持续呢？简单的回答是“它不能这样”。假如他们希望转移部分生产使得美国消费者受惠，他们当然可以永远这么做。但是，那些早就希望这些债权人停止融资美国的人们，不赞成在私人融资趋于枯竭的时候由政府向美国提供大规模的融资。

然而，融资额度不会是无限的，对美国公民来说，他们的融资额度已经远远高于其他任何国家的公民。对于外国投资者来说，一个重要的考量必然是风险—收益比率。当他们投资到美国的资产比例越来越大时，就会寻求更高的收益率来弥补他们日益增长的风险敞口。基于他们在美国投资的糟糕的回报率以及作为一个购买者在美国资产中的重要地位，他们态度的转变会引起价格发生实质性变化。这个规律显然也适用于私人投资者。但是即使政府投资者，也不会对收益漠不关心。比如说，中国的外汇储备现在达到其 GDP

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一半。随着资产不断增长，收益问题变得越来越重要。对于石油输出国来说，这个道理就更明显了，它们的财富基金在很长一段时间内都是其国家资产的主要组成部分。这种情况就要求资产分散化，而且确保获得足以弥补风险的恰当收益。到目前为止，外国投资者似乎在这两方面做得都不好，如果他们投资到其他地方去，或许他们会做得更糟。

还有一点，债权人考虑的是货币性问题。这一点对于那些实行盯住汇率或者类似安排的国家来说，尤为重要，因为这种安排使得重度干预汇率市场从而保持货币不贬值的做法变得十分必要。一般的干预结果包括货币发行基数的扩大和汇率的走低，这些结果或者反映了当局减少投机资本流入的愿望，或者反映了当局试图冲销货币扩张影响的努力。这种冲销的努力通常是将非货币性资产卖给非银行私人部门（在中国，即指非银行部门），或者如需要的话直接卖给商业银行。[①]

这种冲销政策似乎起到了控制基础货币增长的作用，在基础货币中占主导地位的是商业银行在人民银行的存款（见图 5.10）。赞成者建议采用较低的国内利率（由于控制资本外流而得以强化）把冲销的财政成本控制在较低水平上。彼得森国际经济研究所的莫里斯 · 戈登斯坦和尼古拉斯 · 拉迪（Nicholas Lardy）不认同这种观点，他们认为针对外汇干预的冲销政策会产生许多问题。[②]第一，直接控制银行信贷的做法会破坏金融体系改革政策；第二，迫使商业银行持有低利率的债务冲销会损害商业银行的利益；第三，大量的贷款可能会流向那些政府无法管控的领域；第四，由于担心资本加速流入而不可能提高国内利率；第五，需要对投资进行直接控制，而这样的控制与经济自由化相违背；第六，还有一个风险就是出现新一轮的贷款过剩和大量的不良信贷资产。

① 在中国，主要是出售所谓的冲销债券。——译者注

② 戈登斯坦和拉迪：《中国的角色》（*China's Role*），第 7~8 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

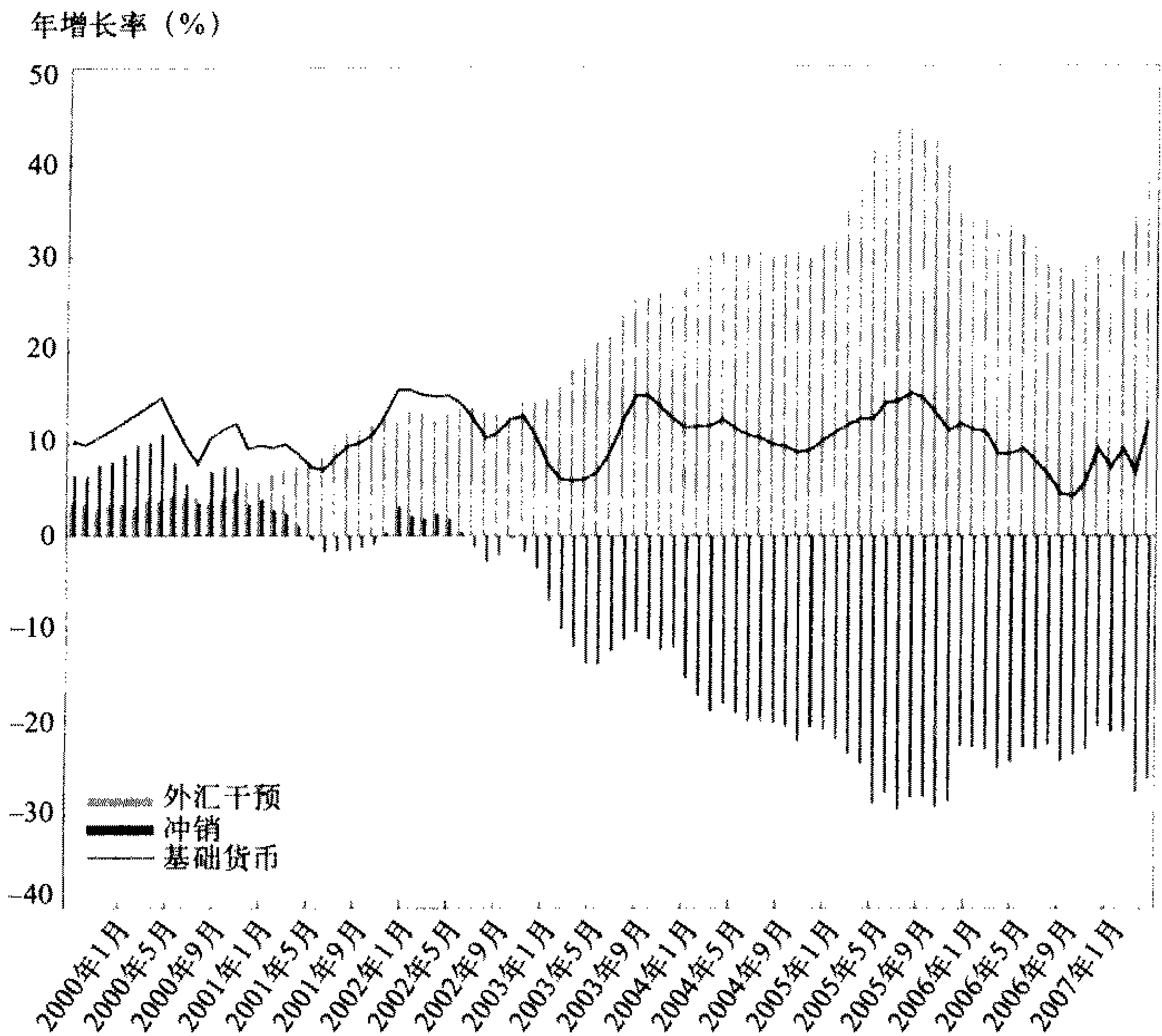


图 5.10　对外汇干预的冲销

资料来源：UBS

而且更重要的是，学者们认为债务冲销的利率被人为地压低了，资金的机会成本被大大低估。最后，必须考虑为最终出现的损失提供补偿，那么几乎肯定会发生的事情就是货币升值。比如，出现30%的升值，就会使得中国1.5万亿美元的外汇储备出现4 500亿美元的以国内货币计价的损失——这意味着无论男女老幼都要承担350美元的损失，而中国在2006年的人均国民收入才不过2 000美元！如果外汇储备达到了3万亿美元——这是很有可能的而且也不会很遥远，中国的损失会增加一倍。因此，我们不可想象哪一种温和的国内货币政策会容忍这样的浪费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些观察家，较有名的像金融分析师理查德 · 邓肯，认为在过去 20 年中，无法消化的是因外汇市场干预而累积起来的巨额外汇储备，这导致了长期的一系列的金融泡沫，这种情况在日本和其他东亚发展中国家都可看到。[①] 因此，这些观察者都认为，现在消除外汇储备影响所取得的成功都是暂时的。最终，中央银行的公开干预政策注定会产生过量的信贷和国内货币增长、资产价格泡沫、过度的投资以及金融崩溃。即使这些灾难性的结果不会出现，用来刺激需求的政策也将会造成较高的价格并因此造成外部竞争力的丧失，而保护外部竞争力恰是汇率干预政策出现的主要原因。

债权人还面临另外一个危险：保守主义者的强烈杯葛。公开的汇率干预政策会引起那些自身资产被购买国家的强烈反对，这些干预政策往往希望保护出口的竞争力，或者积累大量的外汇资产并由政府来控制和推迟消费（例如石油输出国）。这也许是不理性的，但它却是事实。像中国那么大的国家，是否可以维持持续的出口导向型增长确实是个问题，至少如果它的经常账户盈余在近年来持续快速增长，问题就会越来越突出。

一种可持续的情况——从债权人角度看

也有人不认同经常账户盈余和储备资产不能持续积累的观点。库珀提出“资本输出的国家化”，最广泛的含义可以被描绘成“中国—美国共同依存”。另外，值得一提的是有关“第二代布雷顿森林体系”的讨论和斯坦福大学罗纳德 · 麦金农所持的国际货币学家观点。

库珀认为：“如果中国人被容许到海外进行投资，毋庸置疑他们会积极

---

① 邓肯：《美元危机》，第一和第二部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走出去，尤其是金融机构的发展使得这样的投资变得相对容易，比如一大堆的外国证券共同基金和各种经纪公司都成立起来。”但是由于国内金融体系落后，中国有很多理由限制私人资本外流。因此，“中国人民银行目前正在代替一般中国居民而直接参与外国投资，但它希望有一天取消外汇流出的控制后中国人可以大规模地进行海外投资。”[①]既然现在美国的海外资产已经超过了其 GDP 规模，那么中国在 2007 年已经拥有数量达到其 GDP 一半规模的外汇资产就不足为奇了。可以肯定地认为，这不是单纯出于储备的目的，但是至少有一个理由来拥有这些资产。如果库珀没有错的话，中国政府在一旦放开资本外流的限制情况下可以避免货币的贬值。

如果我们相信亚洲国家是风险规避型的，它们的经济运行是建立在压抑国内需求基础上的，它们的储备积累是具有预防目的的，而且依赖出口成为需求的一个来源，那么“共同依存论”就是一个理论基础。换句话说，如我在第 4 章所提到的那样，它们具有产生储蓄过剩的政策。它们的储备过剩需要另外一个国家的赤字来抵消，它们以及世界其他各国都愿意借款给这个国家。这个国家，我以前已经说过，就是美国。这个论点是站得住脚的。但是这样的过程是不能以目前这种方式永远持续下去的，布兰迪斯大学的凯瑟琳 · 曼（Catherine Mann）和彼得森国际经济研究所都指出了这一点。[②]

加州大学的迈克尔 · P · 多利（Michael P. Dooley），德意志银行的桑塔 · 克鲁兹（Santa Cruz），戴维 · 弗科茨－兰道（David Folkerts-Landau）和彼得 · M · 卡波（Peter M. Garber）提出了共同依存论的一个极端例子。[③]他们的论点很鲜明，但是没有什么说服力。

① 库珀：《生活在全球失衡的时代》，第 9 页。

② 曼：《管理汇率》（*Managing Exchange Rates*）。

③ 多利等：《国际经济中的两次危机》（*Two Crises of International Economics*）、《美国经常账户赤字》（*U.S. Current Account Deficit*）和《重建布雷顿森林体系论文集》（*Essay on the Revived Bretton Woods System*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二代布雷顿森林体系的假说有两个要点："快速的工业化需要大量的直接投资和证券投资的流入；而且，反过来，大量的经常账户盈余被看做这些外围国家能够提供的抵押品。"这些要点的第一要素在于："在我们的框架中一个关键的假设是这些落后国家的储蓄很难被国内的金融体系配置成有效率的资本……而国际资本流动替代了国内金融市场，成为一个有效的选择。"[①] 所谓有效率的资本，是指投资到全球有竞争力的生产，尤其是制造业中的资本。一个特别重要的目标是在城市中提供就业岗位。这些资本只有在得到不被没收的承诺保护后才能真正流动起来。而官方积累的外汇储备则提供了一种抵押债券来防范这样的可能事件。更重要的是，因为抵押债券价值必须远超股权价值，则引进外国直接投资的国家必须维持经常账户盈余，因此它们变成净债权者。

我对这些迷人的假说的态度是，凡是正确的观点都不是新的，凡是新的观点都不是正确的，而且不论是那些正确的观点还是那些新的观点都无法解释现实世界经济中正在发生的事情。更重要的是，即使这里有一个新兴市场国家可以采用的好政策，这些国家正在实施的政策也绝不是这个好政策。最后，我认为不一定要去解释正在发生的情况。

让我们先来看正确的但不是新的观点。

许多新兴市场经济体，尤其是东亚国家，相信出口导向型的制造业是经济增长的基础。1997~1998年的金融危机经历强化了它们的这种信条。中国政府也有类似的想法。

确实，中国政府也相信，引进外国直接投资是建立具有国际竞争力水平产业体系的重要手段。但是，中国并没有把外国直接投资局限在产业部门或者是只为世界市场提供产品。它们所吸引的一些外国直接投资绕开了贸易壁

① 多利等：《国际经济中的两次危机》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垒而向国内市场提供产品。因此，这类直接投资很难说是建立了一个具有国际竞争力水平的产业。而且相当多的投资也没有产生很多就业机会。在中国是事实的一些情况，不见得在其他东亚国家也如此，尤其是在日本和韩国。这些国家曾经而且在很大程度上，很抵制让外国直接投资发挥任何重要作用。

让我们再来看看有关汇率政策方面新的但不正确的观点。

1. 有一种观点认为，唯一对新兴市场国家，尤其是对中国有重要意义的市场是美国，这种观点是不正确的。中国超过一半的出口销往其他国家。因此，单独盯住美元汇率并不是一个理性的竞争策略。从这个意义上讲，一个更加切实可行的政策应该是盯住一个实际的有效汇率，这个汇率实际上一直变化很大（见图 5.11）。是的，从中国的角度说，2001~2005 年，盯住美元是很成功的，此期间美元在贬值。但是在此之前盯住汇率制严重削弱了中国的外部竞争力，尤其是在 1997~1998 年亚洲金融危机中，中国采取紧紧盯住美元汇率制度。

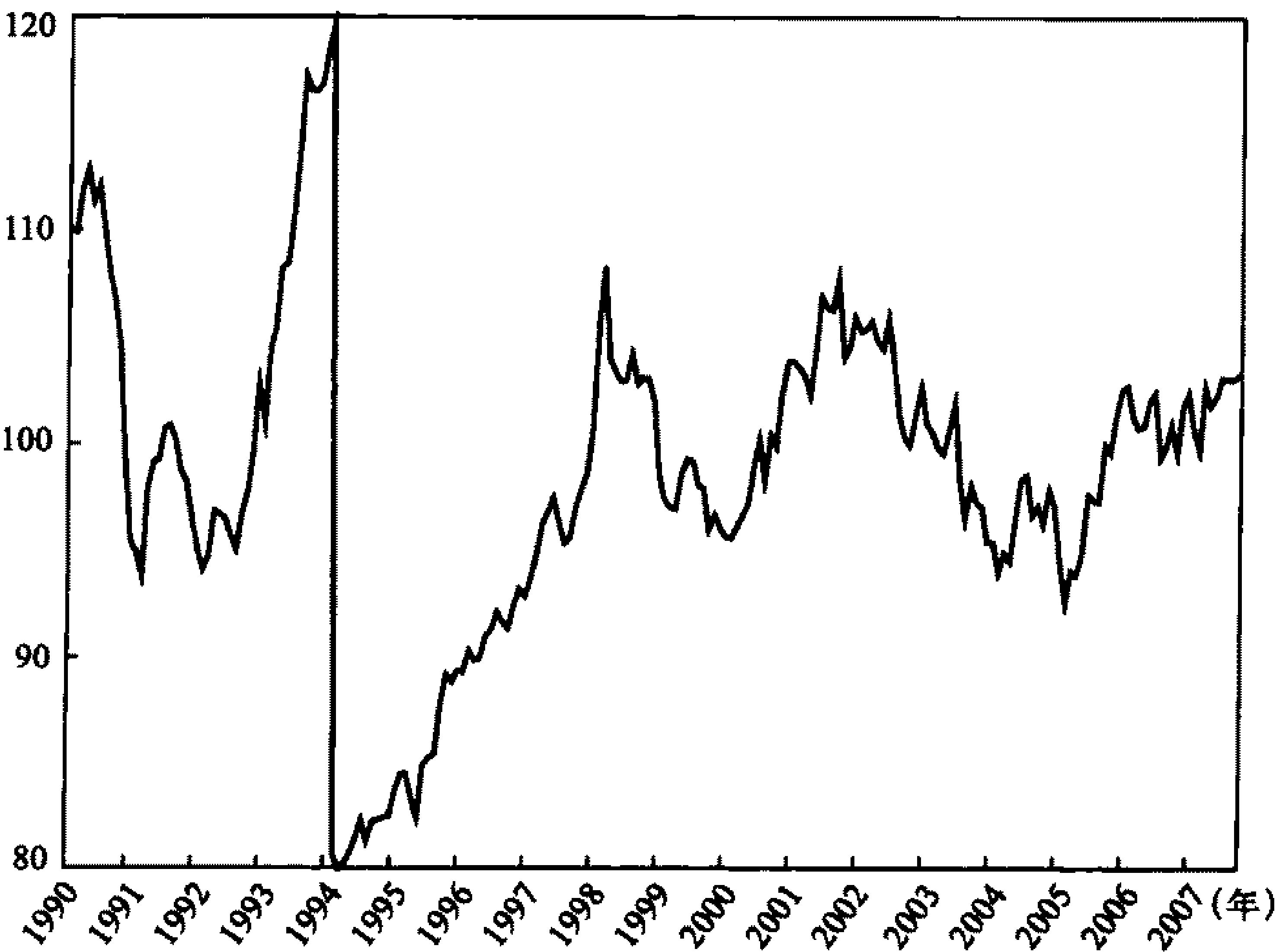


图 5.11　中国的实际有效的贸易加权汇率

资料来源：摩根大通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 外国直接投资在过去数年中实际占中国固定资产投资的 5% 以下。这个数字显然太小了，不足以决定总资本的效率，而这种有效的资本只能通过有效的国内金融体系来获得。据此，我们知道那种认为通过美国资本市场而“返程”的中国资本能够改善中国经济中资本效率的观点也是站不住脚的。可以说，这个小尾巴不足以影响这条巨龙。

3. 由一个低估的实际汇率塑造出来的出口部门没有必要配置有效率的资本。相反，随着劳动力成本和实际汇率的上升，出口部门的优势会逐步丧失。实际上在未来 10~20 年，中国将会发现它不再拥有最有竞争力的劳动密集型制造业。

4. 一般认为，币值的低估将不利于国内资本，而有利于可贸易商品的投资以及外国资本，但是中国并不遵守这样的假设。根据戈登斯坦和拉迪的解释，中国出口的而且满足德意志银行专家的“效率测试”的商品，只使用了固定资产总量的 6%。

5. 实际上，许多外国在中国的投资并不是以出口世界市场为导向的，而是针对中国市场本身的，而且它们的 1/3 的产品是无法贸易的。在生产那些适合贸易商品的行业中，一半的外国资本是生产供应国内市场的商品的，有一些是没有竞争力的，汽车业似乎是一个很好的例子。美国投资似乎非常倾向于国内市场。

6. 有观点认为，一些从中国出口产品和服务到美国的公司获得了超常的利润，正是这些公司坚定地劝说美国投资者去游说国会保持市场开放。我们有两个基本事实可以来质询这个观点：一是这些公司并没有获得超常利润，二是没有从中国出口很多。

现在来看看以下这个新的但不正确的观点，即认为累积的外汇储备是一种抵押品，它能够吸引部分甚至全部的外国直接投资。

1. 对中国来讲，如果它想去没收欧洲公司、日本公司、韩国公司的资产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它没有理由相信美国政府会违约美国国债。实际上，即使出现了中国没收美国人资产的情况，人们仍然会认为美国政府违约的概率几乎为零。中国只需要看看俄罗斯的例子，它没收了属于——或者是按合同应该属于——英国石油公司和壳牌的资产，两个很有影响的公司，而美国财政当局并未做出任何过激反应。

2. 新兴市场的大规模违约现象出现在债券或者银行贷款上，并未出现在股权投资上。对于股权投资，实际上国家政府、地方政府或者投资伙伴有很多替代的办法来实现违约，包括改变税收政策、取消各种优惠政策、政府的采购歧视、监管骚扰、直接窃取。任何一种行为对投资者来说都是有杀伤力的。但是没有一种行为能够使得美国采取相对的违约行动，违反它与最重要的债权人之间的债务关系。正如艾成格林认为，"外国投资者都是被中国经理们和合作伙伴们强取豪夺而蒙受损失的，而不是通过公开的国家化。很难想象美国政府会采取类似的行动而蒙受失去信用的风险"。[①]

3. 真正能够约束大规模对外直接投资行为的是担心新投资将会枯竭。这样的顾忌对任何想成为世界经济中重要参与者的国家来说都很重要，尤其是它们还看到未来自己也将拥有海外资产。

4. 中国积累了大量的储备是最近的事情（见图 4.25），而且碰巧这个时期中国对外来直接投资依赖程度不断降低，在 90 年代中期外国直接投资占中国固定投资的 12%，而到 2005 年前后，这一比例下降到了 4%。

5. 不断累积的储备显然是盯住汇率制的一个副产品。中国政府并没有意料到 2000 年后大量资本（除了直接投资）的涌入会推高储备积累，也没有考虑到经常账户盈余爆炸性的增长也会同样推高储备水平。

6. 官方储备积累有利于霸权主义式的金融实力增长是一个新现象。在 19

① 艾成格林：《盲人和大象》(*Blind Men and the Elephant*)，第 17 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪这种现象根本不存在，当时英国是主要的资本输出国。英国投资者也常常会遇到违约的麻烦，至少在大英帝国之外常出现。

7. 艾成格林的实证研究表明，一旦考虑了各种决定外国直接投资流入的因素，人们就不会把直接投资流入作为解释储备积累的主要因素了。

更重要的是，无论是那些正确的还是那些新的论点都不能解释世界经济作为一个整体正在发生的各种事情，尤其是有关中国的一些论点。

1. 中国自己只产生了世界经常账户盈余的 1/5（而美国产生了全球 70% 的赤字），而且这个高比例也是最近才出现的。中国的行为不能单独解释美国的赤字问题。

2. 其他拥有经常账户盈余的东亚国家和地区，例如日本、韩国、中国台湾，并不鼓励引进外国直接投资来发展经济或者建立具有国际竞争力的制造业。如果这是事实的话，这些国家则不需要用外汇储备来向美国证明它们不会没收美国的资产，同时，也无须证明它们各自的诚意。有谁会想象这样一种状况：如果韩国政府没收了日本投资者在韩国的资产，那么美国政府会没收韩国所拥有的美国国债。

3. 拥有大量经常账户盈余的那些处于第二集团的国家，即石油输出国，也没有积极吸引外国直接投资来创立具有全球竞争力的制造业。而且，事实足以证明这些国家非常谨慎地避免把它们的资金变成美国政府的负债，因为它们害怕美国会没收它们的资产，尽管它们从政治原因也会考虑这种风险。

4. 即使中国真的希望持有相对到中国直接投资更多的美国国债，这样的做法也未必会造成美国巨额的经常账户赤字。这样的政策完全符合中国的目标，即希望与美国维持适度的经常账户盈余，而和其他国家维持适当的经常账户赤字。

现在让我们来考虑第三点：即使这可能是新兴国家能够采用的一个好政策，这些国家也未必会采用该政策。德意志银行的专家们遵循米尔顿 · 弗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里德曼的传统，认为通过验证假设的现实性来衡量一个理论的效用是完全错误的。我完全不同意这种观点。作为一种无法进行可靠性实验的理论科学，其假设的现实程度是判断其结果可靠性的基础。确实在涉及动机的假设时，我们幸运的是面对人类，而不是老鼠。如果中国积累了大量的外汇储备是为了告诉外来投资者他们的投资是安全的，则人们希望政府清清楚楚地说出来。总之，这是有用的信息。如果中国人不这么说，人们也希望有一些投资者能够向他们的股东指出这些事实来。但是我并未看到任何类似的解释。

最后，理论是不必要的。我们所需要假设的就是中国有两个主要目标：货币的稳定和令人满意的经济增长率。对于一个健全的金融体系还很基础但对经济日益对外开放的国家来说，盯住汇率制度是简单易行的、实现货币稳定的制度。在现实中它也与实现经济增长是相一致的。近年来，盯住汇率制度导致了外汇储备的快速积累。刚开始时这样的情况是相当受欢迎的，因为它可以视为一个保证。后来它变成了一个问题：不仅是因为冲销的艰巨性（不是不可战胜的，只是很棘手），还因为与美国的摩擦问题。但是这些困难并不足以促使政策发生激烈的变化，因为改变现行的政策可能会危及中国的两个主要目标。

我所描绘的多多少少也是麦金农的立场。他和诺贝尔奖获得者罗伯特·蒙代尔（他认同“国际货币主义”）都认为所有的汇率都应该固定住。从根本上说，他希望能够回归1870~1914年统治全球经济的金本位制。他的观点非常清楚地反映在以下引语中：“如果我们抛弃目前人们普遍接受的理论——实际汇率是平衡经常账户国际收支的一个有用工具，也放弃那样的想法——在巨大的美元资产悬浮情况下一个‘自由浮动’汇率仍然是可行的或者是受欢迎的，那么人们会如何来构想一个‘最优’的汇率政策？可能的观点是：被控制的名义汇率是国家货币政策的一部分，它的目标是稳定国家的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格水平。”[1]换句话说，所谓的中国的最佳货币政策将使中国成为美国的一个地区——一个没有设联邦储备银行的联邦储备区。

为了论证这个观点，麦金农提出了如下基本论述。

- 经常账户盈余和赤字反映了一个国家的储蓄和投资之差，即储蓄过剩或者储蓄不足。
- 汇率的变动不可能对储蓄和投资产生显著的、可预测的和持久的影响。
- 对于像中国或者日本这样有结构性储蓄盈余的国家，浮动汇率会威胁所需要的过剩资本的平缓外流，这主要是因为国内的储蓄者对于可能出现的汇率升值会有一种阶段性的焦虑。
- 这样的焦虑会因为对来自海外（特别是美国）的升值压力的预期而陡增，因为贸易顺差一直存在。
- 中国政府和日本政府不得不强力干预外汇市场的唯一原因是市场对于货币升值的预期，这种预期使得投机者产生“单向打赌”的行为。
- 如果这些政府不干预外汇市场，不去购买由于结构性贸易盈余产生的外汇供给，则汇率会飙升。
- 这样就会产生严重的通货紧缩，因为可用于贸易的商品和服务的名义价格会被不断压低。
- 对于本币将出现稳定的升值的预期也会推动利率降到美国利率水平之下，甚至达到零利率水平，日本就是这种情况。
- 在那个时点上，国家会陷入“流动性陷阱”，深受长期通货紧缩的威胁。这就是日本的命运。
- 这也是中国需要不惜一切代价来避免的一种情况，这种代价包括对经济中国际化程度高的产业进行调控，特别是农业。

---

① 麦金农：《为什么中国必须保持它的美元盯住制度》(*Why China Should Keep Its Dollar Peg*)，第 54 页。完整论述见《外汇汇率》(*Exchange Rate*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照麦金农的建议，答案是实行一个可信的固定名义汇率制度。更重要的是，一旦中国和日本双双固定了它们与美国之间的汇率，它们也就自动固定了它们之间的汇率。一些较小的东亚国家也可以同样安排，这样事实上就在没有正式协议的情况下建立起了一个地区性的货币稳定机制。

这个讨论很重要，而且我本人也深表同情，但是有几点我不赞同。第一，正如我们在第 4 章深入讨论的，很难相信中国的储蓄盈余只是私人性的决定，而与汇率政策无关。在日本的例子中，这种情况貌似更可信。但是，既然绝大部分的储蓄都来自企业，我们很难相信企业留存其公司收益（在日本这个数字特别大）没有受到财政政策的干预或者一些法规要求增强公司股东权力的影响。

第二，同样很难相信，如果政策目标需要同时兼顾避免因减少赤字而出现的国家衰退和避免因减少盈余而出现的经济过热情况，经常账户平衡状况能够脱离实际汇率的变化而出现实质性变化。如果需要大大减少美国的外部赤字，则对实际汇率实行相当程度的贬值就是很有必要的。替代的办法，即单纯通过需求和经济衰退实现调整是不能接受的。确实，一次延长的衰退可以带来一段实实在在的较低（甚至是负数）的通货膨胀，这种通货膨胀是在美元名义价值不下降的情况下而实现的实际贬值。2000 年后的几年内，德国在欧元区就实现了上述情况，即运用所谓的“竞争性去通货膨胀化”方法。但是对美国而言，情况将会更加错综复杂。这种情况不是自然就会发生的。如果美国在这种情况下寻求贬值，则中国或许不得不接受升值，除非这些调整能够转移到别处去。

第三，对于中国来讲，流动性陷阱的讨论有些过度了。通货紧缩的主要困难在于它使得实际利率回旋余地很小：如果相关价格水平在一年内下降了 3%，则实际利率不可能低于 3%（名义利率是 0）。对于像日本这样增长率低而储蓄率高的国家，这是一个很大的困难。而对于中国，这个问题就不太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严重。一个高增长的经济体应该可以负担正的实际利率而且很容易实现高增长。中国拥有惊人的储蓄率，2006年仅低于60%，这使得中国的情况与其他国家的情况完全不同。

第四，中国并没有完全按照固定名义汇率机制行事，因为它试图追求两个目标——汇率目标和通货膨胀目标（或者叫国内货币目标）。这种战略是可能的，因为中国有外汇管制，这种管制为其提供了实质性的国内货币自由，即使是在盯住汇率制度下。而且，冲销措施在中国这样的国家里似乎很有效，至少部分抑制了货币需求的快速增长。从而培养了一种能够避免实际汇率升值的能力，而这种实际汇率升值在一个快速增长的国家会经常出现。结果是，中国稳步地增强其竞争力，产生大量的贸易盈余，并且积累了大量的储备、通过公共政策来积聚所需要的储蓄。高速上升的贸易盈余和储蓄率看起来是完全一致的，到2006年，盈余和储蓄达到GDP的59%。

关于“失衡”的可持续性和对它的欢迎态度

外部的“失衡”状况能否持续下去呢？如果可以，则这种趋势是可以维持的吗？如果是可以维持的，则它是为人们所欢迎的吗？

第一个问题的答案是肯定的。到目前为止，这个答案很简单。如果债权人愿意提供融资，他们可以无限制地这么做下去。而且，正如我们已经说明的，债权人确实有理由继续给美国提供融资。一些富裕国家（例如德国、日本、新加坡和瑞士）有结构性盈余；一些国家（例如东亚新兴市场国家）严重依赖出口导向型增长；一些国家（例如巴西和马来西亚）担心新一轮的贸易赤字和外部借贷会引起严重的后果；还有一些国家（例如石油输出国）积累了大量的外汇收入，并且希望把这些收入储存起来以防不虞之需。而中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国——似乎具备以上四种情况——有巨额的结构性储蓄盈余，尽管仍然不发达；它严重依赖出口导向型增长；它当然很害怕金融的不稳定；而且它的快速增长带来了大量的外汇收入。管理巨额盈余的挑战不可谓小，即使不能永远做得正确，许多国家似乎愿意接受这样的挑战，至少它们能够在很长一段时间里做得相当不错。我本人不能接受一些关于债权国行为的解释，比如第二代布雷顿森林体系中的一些前提假设，但是它们确实包含了一些道理。

现在来看第二个问题："失衡"可以维持吗？这里我们需要把债权国和债务国都考虑进来。当外部赤字积累起来时，美元贬值。在很大程度上这种趋势是可以预测的。关键是赤字的爆炸性增长是不会永远持续的。投资者一定会索取更优厚的价值：更高的收益或者更低的汇率，从而使货币风险变小。实际汇率的下降则加速了贸易流动的调整，也降低了美国负债的真实价值。结果似乎不错，但它也是很危险的。而且它也是解释债权人的回报如此之低的原因之一。但是还有其他原因：1989~2006 年间累积的净负债至少减少了 1.5 万美元，而单在 2001~2006 年间就减少了 8 200 亿美元，这样的数字令人震惊，不过这与外国直接投资在美国持续取得糟糕回报的状况是一致的。

人们会认为美国的借款行为看起来是可以维持的，因为债权人愉快地接受了糟糕的回报。意料之中的是，外国政府为美国 2002 年至 2007 年上半年的一半以上的经常账户赤字提供了融资。私人部门并没有提供所需的融资。如果各国政府愿意支持，则我们认为这种融资就是可持续的。但是为什么这种"可持续性"需要去维持？如果各国政府开始削减资金数量会发生什么？那将会是一个残酷的"硬着陆"，美国的利率将飙升而美国的汇率将下降。

那么债务国的态度会是怎么样的？当然是复杂的。一方面高兴的是能够进行资金融通，另一方面担心的是贷款一旦断供会出现严重后果，也感到需要平衡各方面的利益，但是最喧嚣的还是贸易保护主义问题。就像家庭一样，借款总有一个限度，尽管有很好的借款环境。经济的运行已经习惯于赤字状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态。人们开始能够接受一个假设——巨大的贸易赤字将需要许多年才能慢慢消化，这种想法不再是难以接受的了。

第三个问题，它是人们所期望、受人们欢迎的吗？答案是肯定的，因为这种情况总比不断重复出现金融危机要好得多；答案是否定的，因为一个开放的全球金融市场，开辟了一条可以持续从世界穷国向世界上最富裕消费者提供消费信贷的通道，这看起来是一个很奇怪的现象。当然，我们确实可以做得更好一些。实际上，随着美国赤字快速增长的势头减缓，而且极有可能逆转，我们必须做得更好些。这是我们要在后面章节要重点讲述的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第6章　走向调整和国内改革

亚洲已经成为资金和储蓄的中心，而且拥有资金管理能力。为什么亚洲不抓住这一时机，创建一个能够更好地服务于亚洲人民的金融市场呢？

——约瑟夫·斯蒂格利茨，诺贝尔经济学奖获得者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 中国是亚洲的主要国家，其经常账户盈余存量和增幅均居全球首位。当然，中国贸易顺差的大幅下降并不能够带来美国逆差的同额减少，而是更可能在全球范围内带来普遍影响。

◆ 中国的发展之路尽管有其独特性，但同日本等其他劳动力资源丰富的亚洲国家也并无不同。但是，考虑其庞大的经济规模，中国的贸易领域的确相当开放。

◆ 健康的国内本币债券市场，无论是国债市场还是企业债券市场，它们的发展都是朝向更加健康的全球金融体系迈出的必要而且主要的一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首要问题是我们需要做什么？美国的经常账户赤字正在逐渐缩小。世界经济如果希望摆脱美国需求这一引擎自行发展，各国必须实现更为均衡的发展。除美国以外的各国至少要实现总需求同潜在总产出同样的快速增长。理想状况是需求增长超过产出，从而令美国平稳地减少经常账户赤字。

如何才能做到这一点？本章旨在说明，只有当新兴市场经济体日益发挥重要的作用，这一前景才能得以实现。第 4 章所探讨的资本流动实现后，这种发展趋势会水到渠成。但是如果新兴市场国家认为维持经常账户赤字风险太大，不可接受，那么这种资本流动是无法实现的。归根结底，资本应该从富裕、老龄化的社会流向较为贫穷但是存在投资机会的国家，而不是流向全球最富裕国家的消费者们（或者澳大利亚、英国等处于同等发展状态的少数高收入国家）。

我们的目标是什么？

1. 寻求建立自由且市场化的国际金融体系。这一金融体系应更为稳定，避免再度遭受 20 世纪 80~90 年代金融危机对财政体系的冲击，以及因此引发的产值和收入的下降。

2. 全球宏观经济不应再依赖美国实现整体平衡，不应再像过去 10 年那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样将美国作为最终借款人和消费者。

3. 应该通过一系列的国内和国际改革，让新兴市场经济体认识到，它们可以成为资本的净进口国，即新兴市场国家可以保持经常账户赤字，但无须担心汇率崩溃、国家违约、国内企业全面资不抵债，以及随之而来的屈辱的经济和政治危机。

4. 应当建立起支持上述目标的国际货币体系以及以 IMF 为代表的一系列国际组织，协助实现上述目标。

简言之，正如 IMF 首任助理执行董事暨后来出任以色列银行行长的斯坦利 · 费舍尔（Stanley Fischer）所说的："绝大多数国际金融体系改革的基本思路是一致的，即国际资本市场应当如同良好的国内资本市场那样运作。"[①]根据第 2 章的阐述，这实际上是不可能的，这是不同国家管辖权的现实使然，但是我们完全可以向这一方向走得更远。

让我们首先检视变革的迫切性。现在全球资本流动的模式还能延续多久？这一模式能否在新兴市场经济体的运作方式不发生重大变革的前提下结束？

对全球失衡的调整：何时和如何调整，调整幅度有多大？

图 6.1 显示的是，假设真实汇率不变且不出现如图 5.6 和图 5.7 所描绘的有利于美国的巨额资本转移，全球净资产和负债的发展趋势。在不进行调整的情况下，现有净资产和负债的增幅将大大超过全球产值的涨幅。美国因其债务结构和美元本币的地位，有能力应付这一局面。问题在于债权国能否容

① 费舍尔：《国际最终借款人》（*International Lender of Last Resort*），第 7 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忍其债权风险敞口不断扩大，以及债权国为了补偿不断上升的风险而提出何种要求。亚洲新兴市场经济体必将成为最大的净债权国，而中国将成为主要债权国。

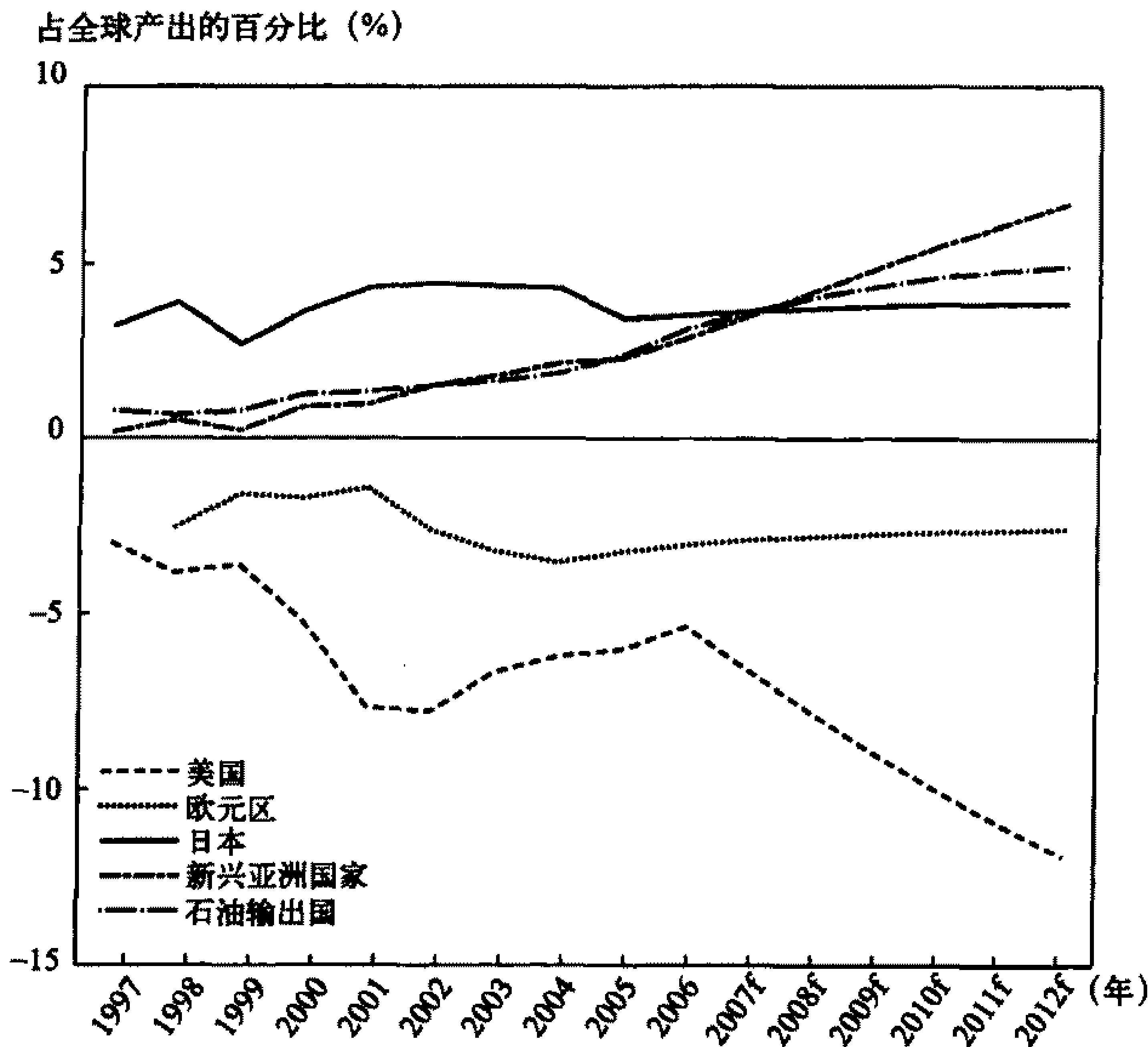


图 6.1　国际资产和负债的净额

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

注：f 指预测

美国净负债能否持续增长？麦肯锡全球研究院在对这一趋势的研究报告中指出，这是可能发生的。[①]根据其相关分析，美国的经常账户赤字将于 2012 年达到 1.6 万亿美元，相当于美国 GDP 的 9%。届时美国在商品和矿物

① 麦肯锡全球研究院：《美国失衡行为》，第 2 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

燃料方面的贸易逆差将达到1.46万亿美元，服务业贸易顺差为1 400亿美元，净转让额为–1 450亿美元，净外资收入为–1 200亿美元。如果美国能继续保持令人惊叹的投资高回报优势，净外资收入将仍仅占GDP的不到1%。净外债将达到8.1万亿美元（假设汇率不变，资产和负债升值率持续保持在过去15年的水平）。但是净负债也仅占GDP的46%，远低于其他国家的水平（见图5.1）。

美国的负债币种为美元，这对美国而言较为安全，而对债权国而言则风险较高。债权国可能会要求较高的风险溢价，从而对美国的净收入造成负面影响，这点早已显现。同时我们也需要认真检视与这些巨额逆差相对应的美国国内状况。公司的投资出现停顿、业务利润的流失、家庭开支陷入更大的赤字，抑或是预算赤字的爆发？如果美国经常账户赤字的涨幅达到GDP的2%~3%，前述几种情形必然同时出现（见图4.29）。境外资金流的这种境内状况不容忽视。

其他领域出现顺差，才能带来这种资金流入。麦肯锡全球研究院认为这是可行的。流入美国的资本总额与全球其他国家的储备总额之比将小幅上升，从略低于20%升至23%。但是，鉴于当前的种种趋势，全球经常账户盈余将在2012年达到2.1万亿美元，其中东亚8 000亿美元，西欧6 200亿美元，石油出口国3 900亿美元，全球其他国家2 700亿美元。美国占据这一顺差总量的比例从2001~2006年间的70%上升至77%。

世界其他国家能否容忍美国在全球资本流入总量中的比例继续上升？这取决于外国投资者愿意承担多高的风险。一个可能，当然这仅仅是个猜想，是市场力量（即美国资金流入供应总量的较高风险溢价和美元贬值的合力）会阻止这个趋势出现，即使缺乏明确的政策导向。在疲软的美元和放缓的增长背景下，美国货物和服务实际出口额的年增长率在2005年第一季度后高于相应进口额。从2004年第二季度到2007年第二季度的3年内，实际GDP

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长了 8.2%，实际进口额增长了 14.2%，实际出口额增长了 22.9%。但是出口必须长期保持涨幅远高于进口，才能对贸易逆差产生实质性削减。这是因为进口额的起步金额庞大：2007 年第二季度，进口额占 GDP 的 16.8%，而出口额仅占 11.6%（见图 6.2）。

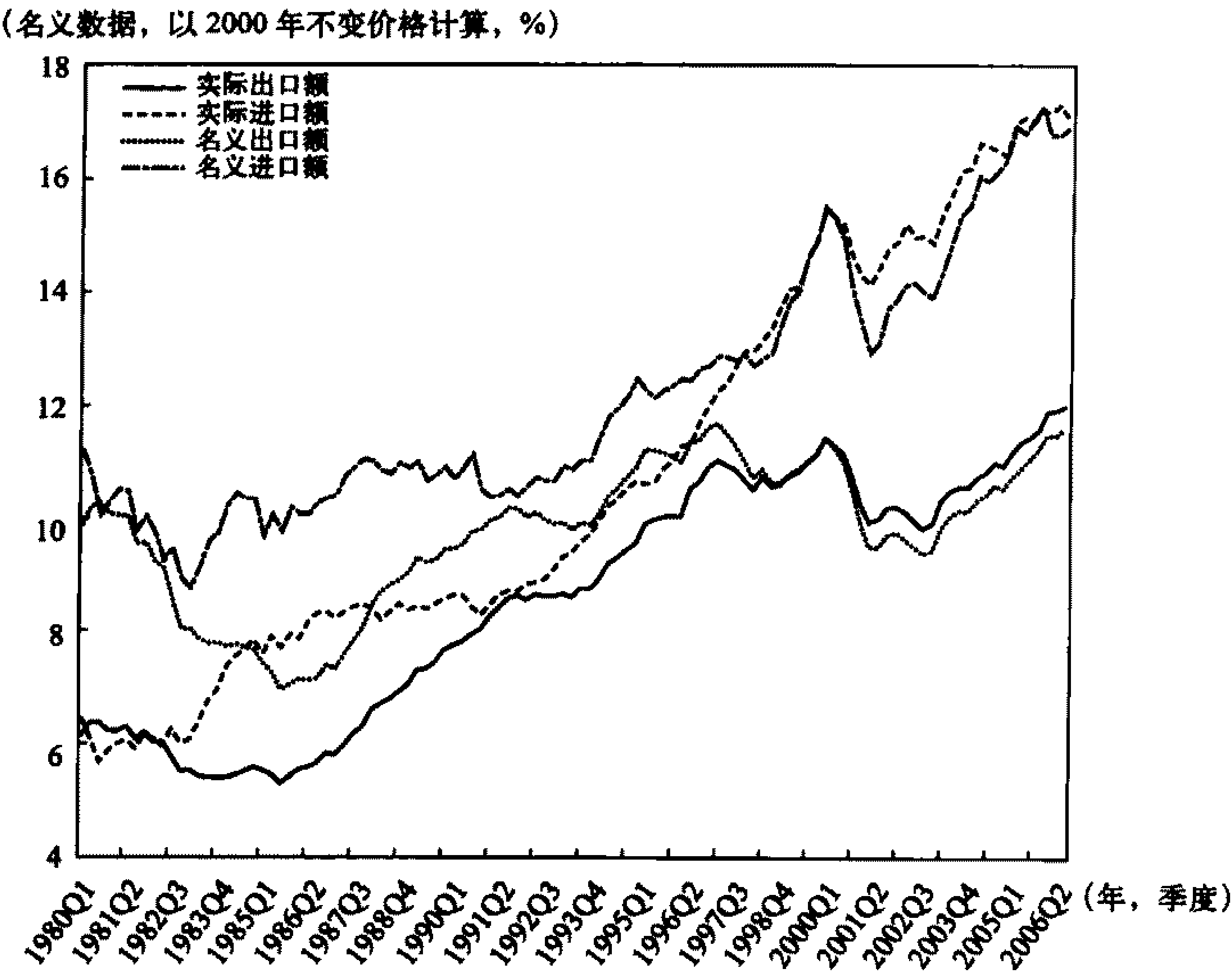


图 6.2　美国进出口占 GDP 的比例

资料来源：美国国民收入和生产账户

那么可以采取何种调整方式呢？只要稍加分析即可得到以下 3 个结论。

1. 仅靠较高的出口无法减少美国的贸易逆差。麦肯锡全球研究院指出，举例而言，即使美国制造业出口额实现 7.5% 的年增长率，远超过当前 4.2% 的增长趋势，到 2012 年经常账户赤字将仍高达 GDP 的 6.3%。而且，要达到这一增长率，要么美国以外的国家必须实现大幅经济增长，即必须达到 5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的年增长率，而这显然不可能，要么美国出口额在全球贸易额中的比例必须急剧且匪夷所思地掉头开始长期下跌。

2. 因此，全球范围内必将出现实际汇率的变动，以及资金吸纳（或支出）占 GDP 比例的变化。

3. 实际汇率的大幅变动必然引起名义汇率的变动，因为这意味着要么货币贬值国家（例如美国）出现通缩，要么货币升值国家出现通货膨胀，或者两者同时出现。

仅靠市场力量能引发何种变革？一种可能前景是欧洲的噩梦，亚洲汇率将继续盯紧美元和石油出口国的巨额美元储备，而美元兑欧元汇率（以及其他浮动汇率）将大幅下降。这正是市场力量发挥作用，将资本流动从美国引到欧元区和其他高收入国家（有可能包括澳大利亚、加拿大、丹麦、瑞典、瑞士和英国）。

莫瑞斯·奥博斯特弗尔德（Maurice Obstfeld）和肯尼思·罗格夫（Kenneth Rogoff）基于限制性假设指出，如果希望在亚洲国家的汇率继续盯紧美元的前提下，消除美国的经常账户赤字，“欧洲货币的真实价值需要在基准线基础上升值约 50%”。[①]名义汇率的升值幅度更大，这是因为汇率的升值无法完全传递给国内价格。欧洲货币的大幅升值部分原因在于亚洲国家货币将跟随美元贬值。届时亚洲国家的经常账户盈余将上升（根据这二人的模型，账户盈余上升 70%）。而欧洲则不得不同时应付美国的贸易逆差下降和亚洲的贸易顺差上升。这已经足以引发贸易纠纷：欧洲将通过限制进口，试图抵消其货币升值的影响。

在考察新兴市场经济体采取非政策手段而实行市场导向的调整方式时，值得我们注意的一点是，2006 年高收入国家集体出现巨额经常账户赤字（见

① 奥博斯特弗尔德和罗格夫：《全球经常账户》（*Global Current Account*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6.3)。我们试想一下仅仅在高收入国家进行调整的可能性，我们注意到澳大利亚和英国在 2006 年的经常账户赤字已经分别高达 410 亿和 800 亿美元。这两个国家的经常账户赤字还能扩大多少，这值得我们公开讨论。哈佛大学

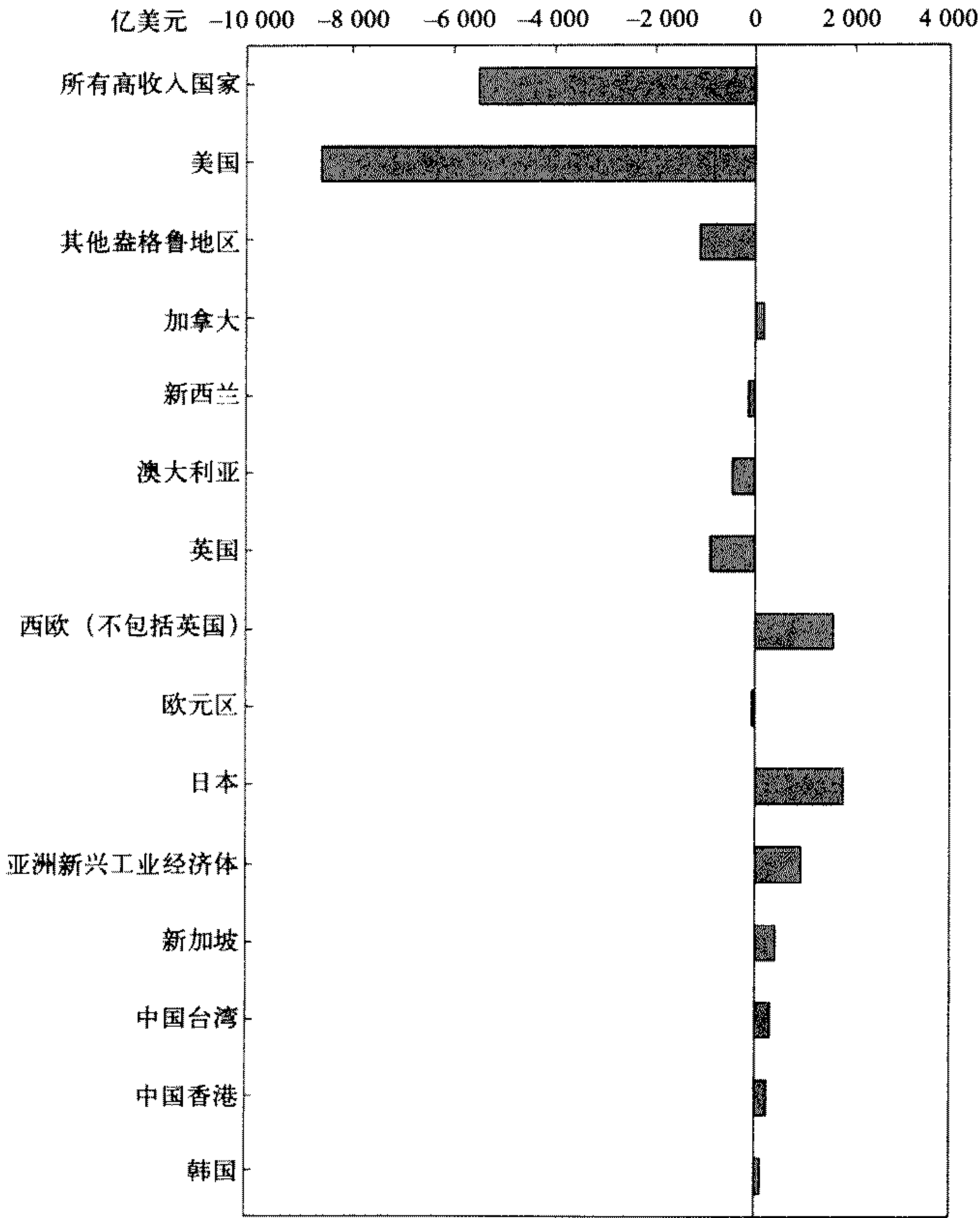


图 6.3　2006 年高收入国家和地区的经常账户余额

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月；OECD《经济展望》，2007 年 6 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的理查德 · 库珀则认为，日本似乎出现了结构性的储蓄过剩。[①]

图 6.4 显示，欧洲经济已经存在巨大的内部分化。欧元大幅升值所引发

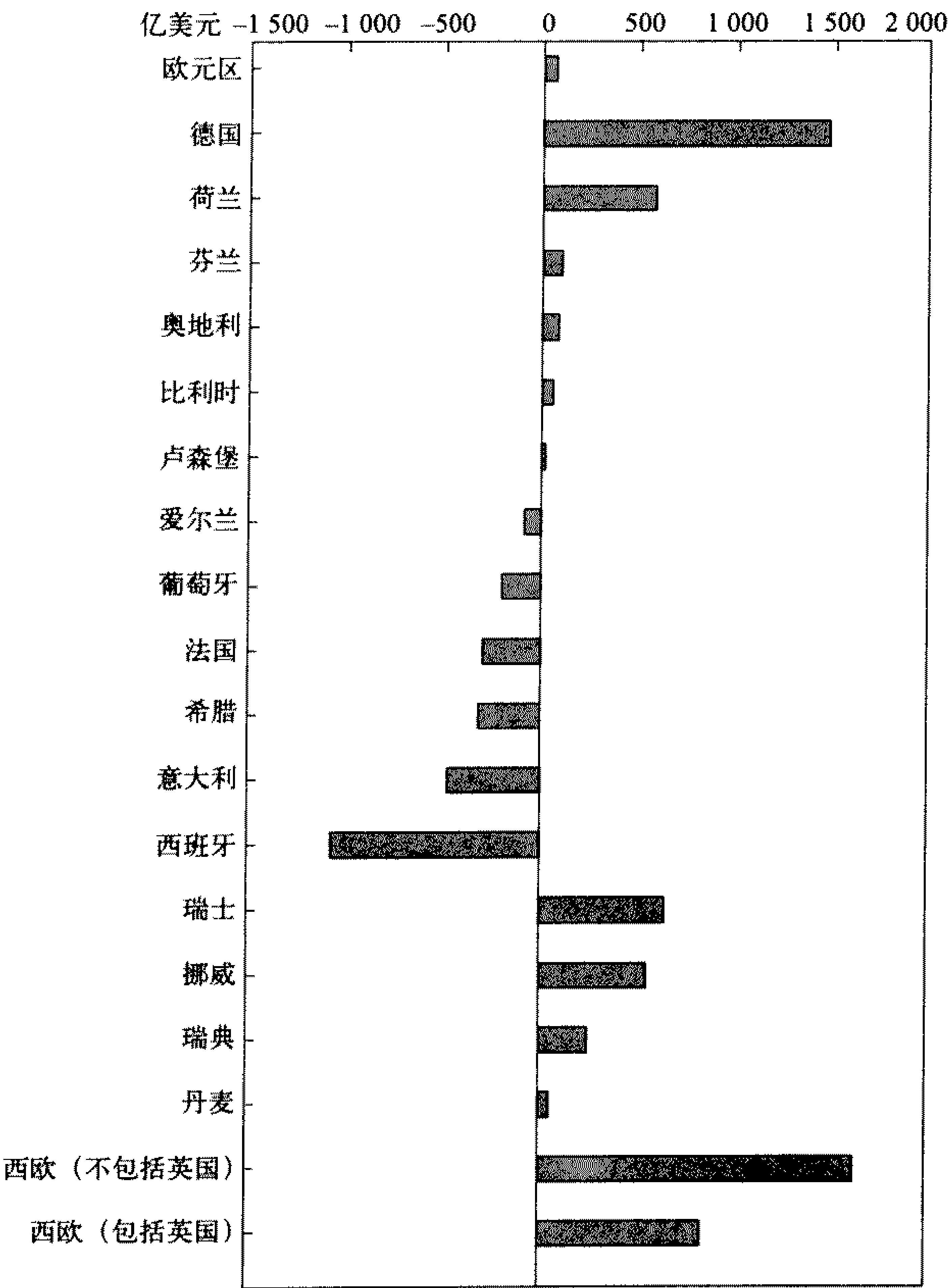


图 6.4 2006 年西欧经常账户余额

资料来源：OECD《经济展望》，2007 年 6 月

① 库珀：《与全球失衡共处》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大规模外部调整将对欧洲各经济体的内部关系带来巨大的压力，尤其是欧元区。西班牙的经常账户赤字在 2006 年已经高达其 GDP 的 9%，很难设想其进一步的上升。法国和意大利等大国能够承受经常账户赤字继续扩大。但是整个欧元区经常账户赤字的大幅上升将要求德国的经常账户盈余实行显著调整。

这种情况不会那么容易发生。如果采用欧元大幅升值的机制，辅之以欧洲央行对货币政策的放松，更有可能出现的局面是德国发生经济衰退，而不是期待中的需求上升和经常账户盈余的减少。德国的国民消费缺乏利率弹性（即不受利率的影响），而投资则受到出口的巨大影响，其财政政策倾向保守。正常状况下，德国丧失国际竞争力，国内需求却依旧旺盛，从而导致其经常账户盈余大幅度减少的情形不太可能出现。

因此，任何可控的全球性调整，即在全球开放经济条件下的调整都必然包括新兴市场经济体国际地位的调整，尤其是石油出口国和东亚国家。如图 6.5 所示，这些国家拥有巨额经常账户盈余。而这也正是 IMF 所说的“全球失衡的多边磋商”的前提，范围包括中国、欧元区国家、日本、沙特阿拉伯和美国（但是中国和沙特阿拉伯都无法代表其他新兴市场国家的意见）。①

通过检视整个“美元集团”，可以认清新兴市场经济体在全球调整中的作用。图 6.6 显示的是主要经济体的经常账户和外汇储备状况，这些国家（包括日本）的货币要么盯紧美元，要么基本围绕美元进行积极管理。“美元集团”基本实现经常账户平衡，主要是其他国家的巨额外汇储备平衡了美国的庞大赤字。2006 年年底，“美元集团”拥有差不多 4 万亿美元的外汇储备——准确数字是 3.786 万亿美元，占全球总储备的 3/4。这些巨额外汇储备主要是在 2000 年后积累起来的，用于确保其货币跟紧美元。

① IMF：《关于多边磋商的工作报告》（*Staff Report on the Multilateral Consultation*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

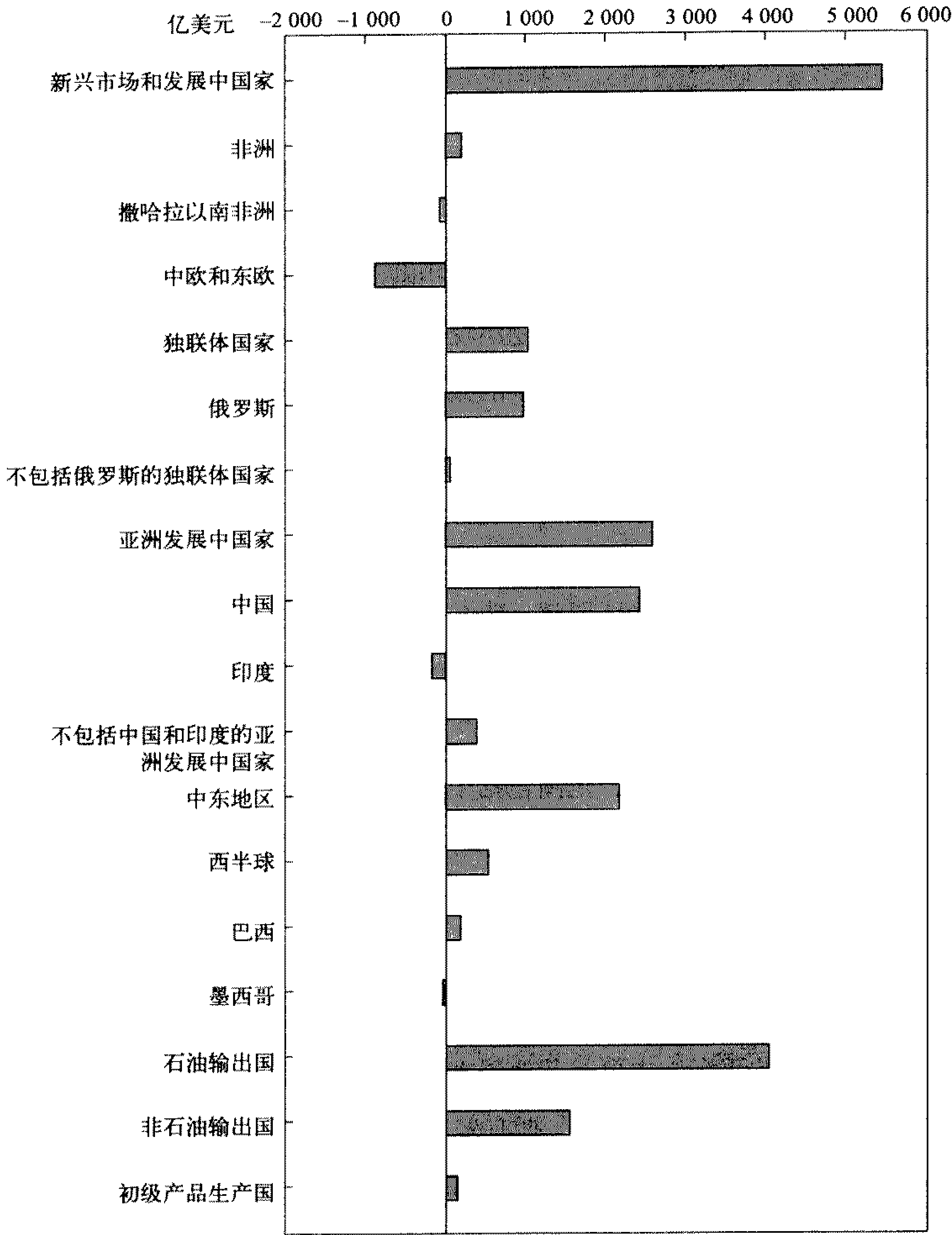


图 6.5 2006 年新兴市场经济体的经常账户

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

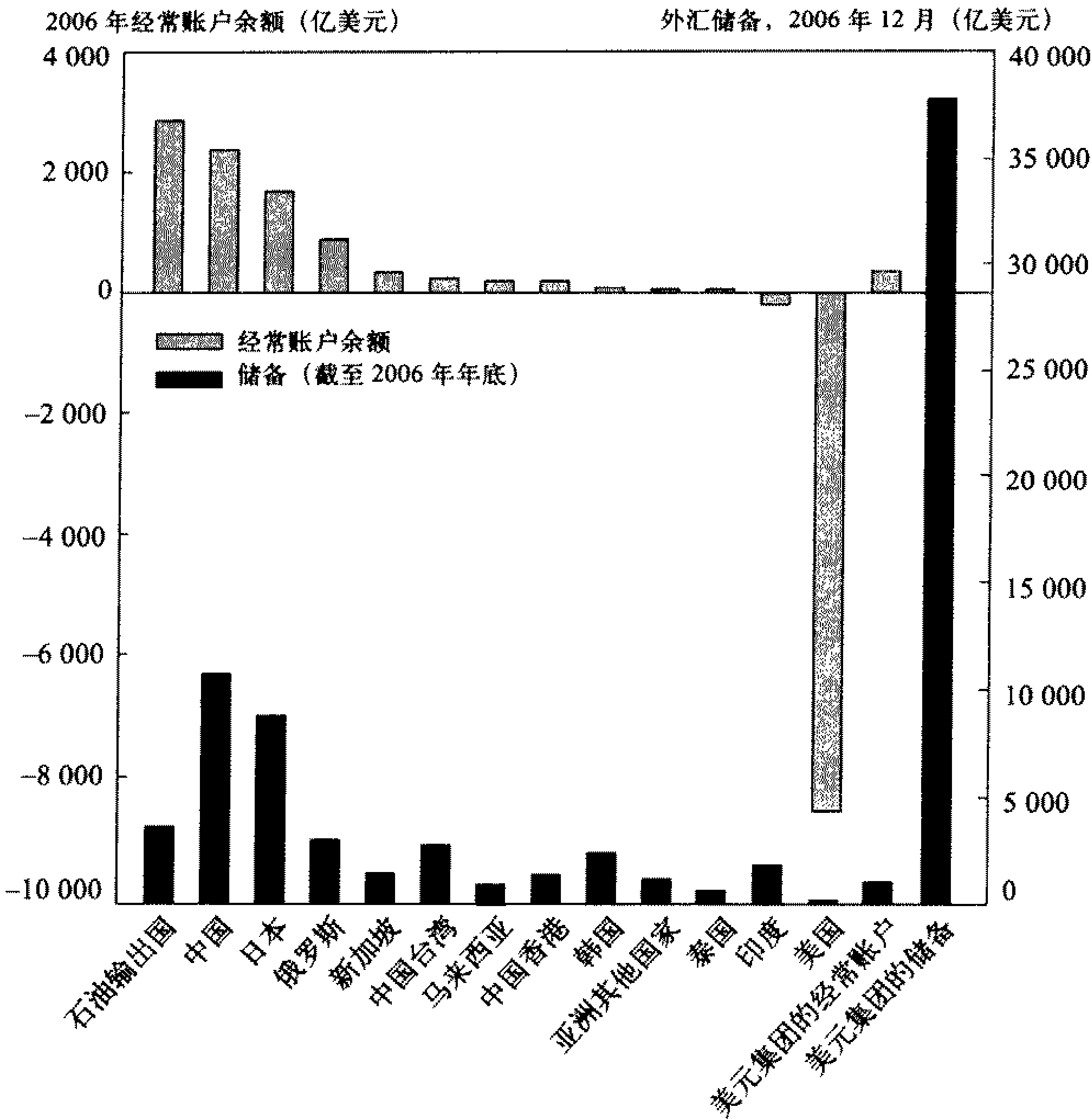


图 6.6 “美元集团”的经常账户和储备

资料来源：IMF

这一外汇储备数字有三个重要含义。第一，“美元集团”内部可以实现完美的经常账户盈余“内循环”，无须依赖集团以外的资金；第二，如果你试图从美国抽出一笔资金，注入“美元集团”中的其他国家，这个国家会以其国家储备的形式把这笔资金重新输入美国。只要“美元集团”成员愿意这么操作，“美元集团”就可以继续存在下去，成员国就能够跟住美元（由于成员国不愿意无限制地如此操作，一些成员国的货币事实上略有升值，见图 4.26）；第三，由于存在这种集团内循环，只有当人们希望从美国抽离资金并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兑换为各成员国货币时，美元才会相对这些浮动的货币而贬值。但是届时下跌的不仅仅是美元，所有“美元集团”的货币都会相对那些浮动的货币而下跌，从而对那些浮动的货币造成难以接受的恶劣影响。

在两大主要集团中，除非油价再度上扬，石油输出国最有可能面临贸易顺差的下滑。如果油价在当前价位徘徊，石油输出国将面临巨大的扩大支出的压力，尤其是沙特阿拉伯等人口较多的国家。如果油价下跌，这些国家的贸易顺差将自然随之减少。无论如何，鉴于石油输出国失去的是不可再生资源，有必要将相当比例的石油收入储备起来，也就是用一种资产换另外一种资产。对这些国家而言，重要的是实现资产风险收益的最佳组合。

中国是亚洲的主要国家，其经常账户盈余存量和增幅均居全球首位。当然，中国贸易顺差的大幅下降并不能够带来美国逆差的同额减少，而是更可能在全球范围内带来普遍影响。如果中国贸易顺差减少 2 000 亿美元，而美国贸易逆差按其在全球贸易中占的比例相应减少，降幅应在 600 亿美元左右。任何可行的全球贸易重新平衡过程都必然涉及中国贸易顺差的大幅下降。

设想如果中国真的开始如此调整。假设亚洲其他国家也效仿中国的汇率变革。假设日本国民认清了海外投资的风险，日元疲软终于得以终结。同时假设石油输出国的储蓄结余开始缩减。这一切对全球调整过程意味着什么呢？

随着额外的储蓄额被国内吸收，实际利率将开始上升。这必然会引起美国消费支出的减少，尤其是直接受冲击的美国家庭消费。美联储自然将降低短期利率。这将进一步削弱美元，从而引发支出的改变。在这一大背景下，在各种合力作用下，美国经常账户赤字占 GDP 的比例将逐渐下降，并非降到零但是可能达到 GDP 的 3%~4%。在这一水平上，美国的贸易逆差足以抵消其他一些高收入国家的结构性储蓄结余。如果美国实施更为严格的财政政策，它将获得更大的调整空间。这绝非是一个各国协同努力的全球性应对方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案，那是完全不切实际的，但是这至少指出了一条可行的途径。只要这一过程始于储蓄过剩国增加支出，从而引起美国不得不做出反应，而不是相反的发展顺序，那么这一过程将以某种形式自然而然地形成，不会带来全球经济放缓的风险。

如果我们考虑任何此类调整过程，必然会涉及三个重点。第一，上述假设情形中，调整的主要内容将涉及所在国净资产和投资净收益的变化。因此，“即使美国实现了经常账户平衡，到了 2012 年，在各种假设情况下美国的整体贸易仍处于逆差状态，包括 7 200 亿美元的商品逆差和 4 300 亿美元的服务顺差”。那么美国如何才能实现经常账户平衡呢？答案是调整美国净外国资产头寸，从而大幅提高资本净收益。这将通过重估以美元计价的美国负债和以其他国家货币计价的资产或实际资产（例如股权）的价值得以实现。而这将引发收入和支出的相应重估。麦肯锡全球研究院指出，“美国的净外债将从预测的 2012 年 –8.1 万亿美元变为同一时点的 4.9 万亿美元。非但没有成为负债额达 GDP 46% 的净债务国，美国将成为主要净债权国，债权占 GDP 的 28%。另外，2006 年美国所拥有的外国资产与其所欠的外国负债之间的正利差将延续。结果是，美国的来自国外的净收入将为正值，2012 年将达到每年约 4 350 亿美元”。[①]

美国的收益将造成其他债权国的损失（以债权国本币计算）。鉴于美国外债的调整将达到 13 万亿美元，这实际上构成有史以来全球最大的违约，违约金额可能相当于届时除美国以外的全球 GDP 的 1/4。这无疑是将所谓“超级特权”的概念推上了前所未有的新高度。这一发展结果的风险在于摧毁对美元的信心，引起将美元资产转换为其他可自由兑换货币（尤其是欧元）资产的风潮。美元利率也可能飙升，对美国货币政策造成重大的挑战。美联储

① 麦肯锡全球研究院，《美国失衡行为》，第 66~68 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将不得不采取措施稳定其他国家对于美元的信心，避免对美元的“挤兑”。而美联储的举动将直接造成与华盛顿国会议员们的冲突，后者将对美联储的运作手段加以限制。美元实力的严重削弱和美国的巨额负债将导致20世纪70年代危机的重现。因此，正如前文所述，造成美国可以相对安全地背负巨额净负债的因素，与令美国作为债权国坐立不安的因素是同一个。这一因素将给世界经济带来极大的不稳定性。

第二，正如奥博斯特弗德和罗格夫在他们的分析中所指出的，调整必须是一个全面参与的过程。麦肯锡全球研究院提出，大幅的美元名义货币贬值的确有助于减少经常账户赤字。麦肯锡全球研究院的研究结果显示，“要在2012年消除美国经常账户赤字，美元必须在贸易加权的基础上从2007年1月的水平贬值30%……尽管贬值幅度巨大，但这一变化趋势符合其他经济学家的论断”。这份研究进一步指出，要将经常账户赤字缩减至GDP的3%，美元必须贬值23%。但是美元早已比1970年以后的平均值降低了5%，继续贬值将滑至美元价值的历史最低点，从而极大地干扰其他国家的经济状况。如果亚洲国家不参与到调整中来，美元针对浮动货币的下滑将格外严重：要消除美国的贸易逆差，美元兑换欧元的贬值幅度将达到40%，也就是说1欧元将兑换超过2美元——在这一汇率水平上，欧元区肯定会陷入一片恐慌！这充分说明了广泛参与的必要性。

第三，任何针对贸易（而非价值变化）的调整过程都要求全球其他国家购买力或者需求的增长超过产出的增长。只有当需求大于潜在产出时，世界经济才能实现令人满意的发展。一些目前处于顺差的国家将届时滑向逆差。面临这种发展趋势的国家通常是存在巨大发展潜力、外国直接投资大量涌入的高增长国家，因为外国直接投资是产生经常账户赤字的原因之一，且基本没什么风险。这些国家主要是成功的新兴市场大国，例如中国。这些国家拥有巨额外汇储备作为风险缓冲，尤其当资金主要来自外国直接投资时，它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以安全地管理经常账户赤字。但此时出现了一个政策性难题：能否说服新兴市场经济体再度成为净债务国，同时不至于陷入危机呢？这一可能的前提是本章后半部分探讨的重点，首先从新兴市场经济体自身的改革开始。

新兴市场经济体的改革

新兴市场经济体需要进行怎样的改革，才能促使其中一些较大的国家愿意并能够再度成为主要净债务国呢？这个问题范围颇广。此处仅关注三类改革：对出口导向型经济增长局限性的认识，金融领域的改革（对这一问题的讨论将再度回到第2章的主题），以及宏观经济政策的改革，包括汇率制度、货币体系和财政政策。

出口导向型增长的局限性：中国案例

中国的发展之路尽管有其独特性，但同日本等其他劳动力资源丰富的亚洲国家也并无不同。但是，考虑其庞大的经济规模，中国的贸易领域的确相当开放。中国的外贸与GDP（按市场价格计算）之比仅仅略低于韩国，而韩国的人口仅为中国人口的4%。中国的经常账户盈余与GDP之比也相当高。中国领导人也注意到了这种发展方式的局限性。

早在2004年12月，中国领导人在年度中央经济工作会议上决定中国的经济增长战略，从投资和出口拉动转向内需拉动。[①]2005年7月，汇率政策进一步放开。图6.7显示了汇率的改革情况。

正如彼得森国际经济研究所的尼古拉思 · 拉迪指出的："至少在2007

① 拉迪：《中国》（*China*），第1页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

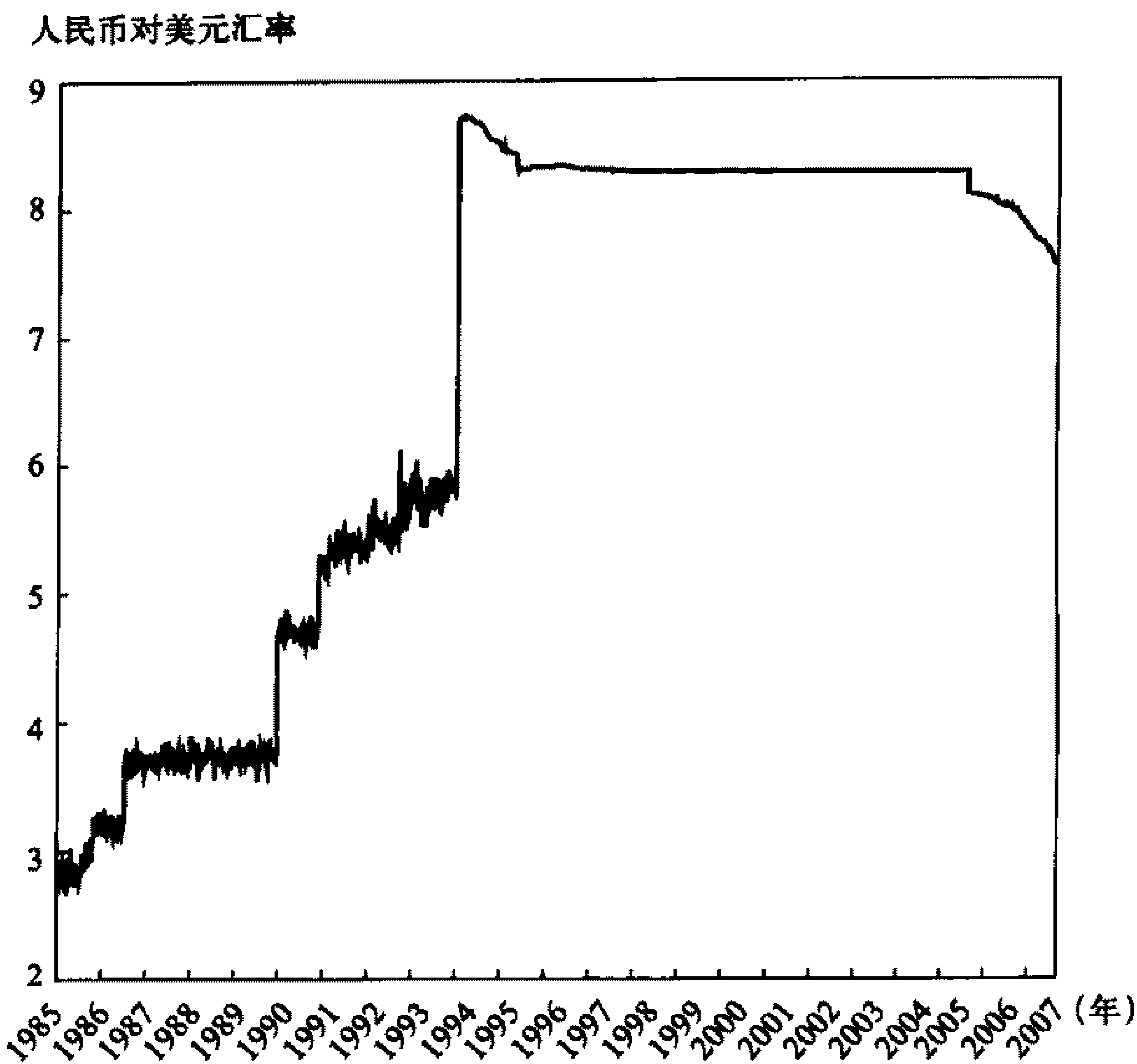


图 6.7　中国的温和、有弹性的盯住制度

资料来源：汤姆逊财经数据库

年上半年，中国政府动作不多，仅在发展动力方面进行了少许调整。”[①]他的这番评论还是很客气的，真实情况是在发展方向上中国做出了调整。经常账户盈余出现了爆炸性增长：在 2007 年 4 月出版的《世界经济展望》中，IMF 预测中国的经常账户盈余在 2007 年将达到 GDP 的 10%，基本余额（经常账户和净长期资本流入之和）将至少达到 GDP 的 12%。2006 年，中国经济的增长有 1/5~1/4 来自净出口的增加，这一比例远远高于历史水平。2006 年，中国的储蓄率达到 GDP 的 60%，投资率达到 GDP 的 50%。这些数字是前所未有的，更别说是来自中国这样一个经济大国了。与此同时，家庭消费支出

① 拉迪：《中国》，第 1 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占 GDP 的不到 40%，这一比例还在进一步下降。随着净进口额的持续攀升，拉动需求上升的主要动力是新增投资。

对这种增长战略进行调整是非常必要的。大量证据表明，这种高投资、高增长、高出口的战略会产生大量国内和国际问题。国内市场上，这种资本密集型的增长模式导致资源利用率低下，这点从不断上升的新增资本输出就可见一斑。我早就注意到中国经济增长的一个令人惊异的方面，就其高的令人难以置信的投资率而言，中国的增长速度极为缓慢。产能过剩普遍存在：仅举个最为极端的例子，2005 年中国钢铁行业的产能过剩达到了每年 1.2 亿吨，这一数字超过了日本这一全球第二大钢铁生产国的总产量。就业增长不断放缓：1993~2004 年，年增长率只有 1%。污染成为一个严重的甚至是致命的问题。经济生产能耗不断上升，并非下降，这是因为尽管单位能效上升了，但是经济越来越向资本密集型转化。由于严重依赖煤炭作为燃料，中国已经是世界第二大温室气体排放国。贫富差距也在迅速拉大，部分原因是经济增长过度集中在沿海地区并且就业增长缓慢。而且，快速投资增长正在引发银行体系出现新一轮不良贷款。

中国在国际关系上也出现诸多困难。与美国出现爆炸性的经常账户下双边顺差，再加上十分缓慢的汇率变化，引起美国国会议员的不满（见图 6.8）。2008 年后，美国政府很有可能实行前所未有的贸易保护政策。一旦美国向这个方向发展，欧洲一定乐于跟随。既然西方大国是否愿意继续向正在崛起的新兴市场经济强国开放市场成为一个问题，那么一个开放的全球贸易体系破裂的风险是存在的。最后，像中国这么大的国家，无论“第二代布雷顿森林体系”对它将会如何慷慨，它也绝不能简单地照搬韩国甚至日本的发展道路。

假设中国的经济继续以 10% 的年增长率增长，投资率下降到 GDP 的 45%，储蓄率维持在 GDP 的 60%。那么，以今天的美元计价，中国的经常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

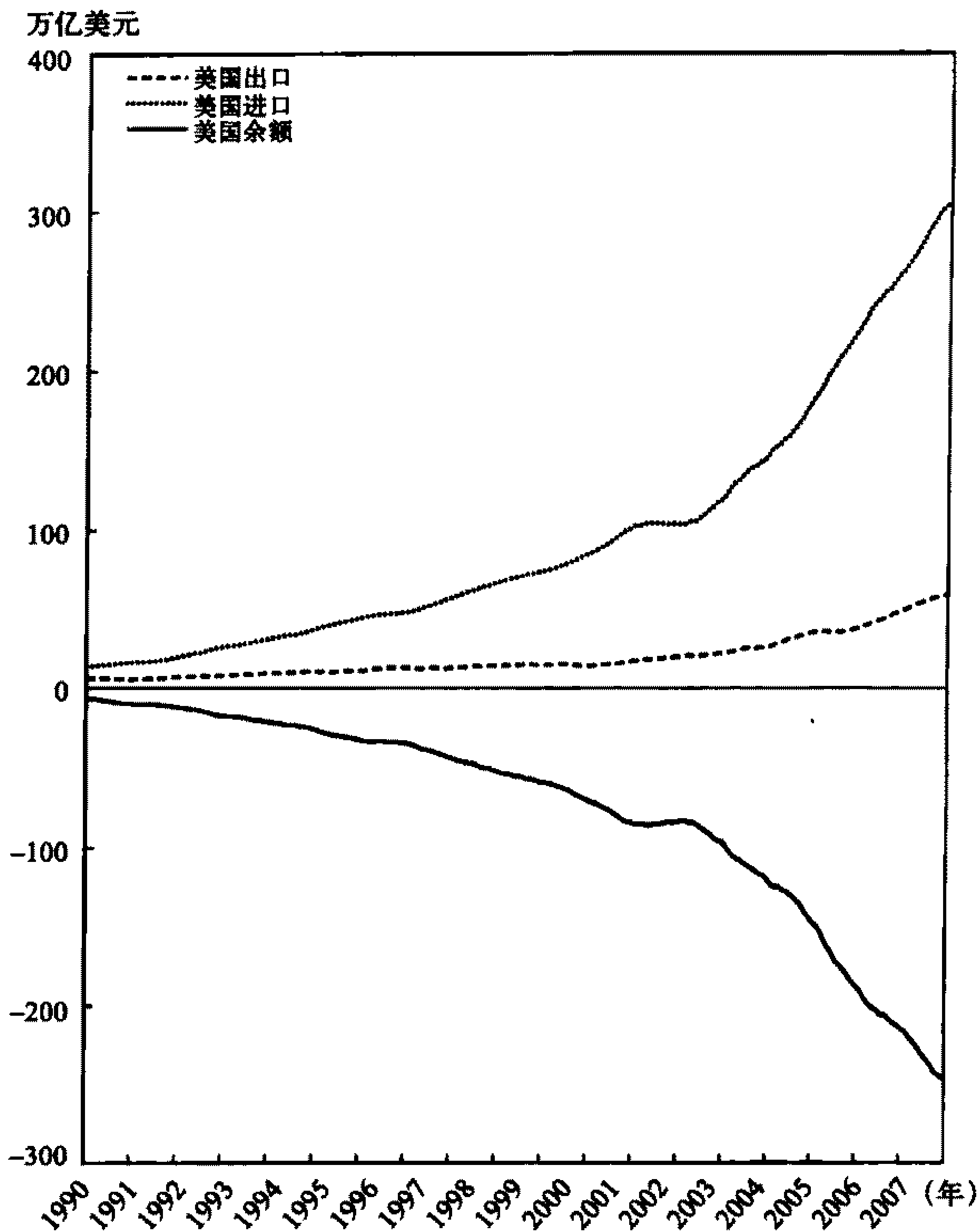


图 6.8　美国和中国的双边贸易

资料来源：美国经济分析局

注：根据前 12 个月的价值计算

账户盈余到 2012 年可达到 7 000 亿美元，占 GDP 的 15%。如果我们假设中国的经常账户盈余从 2007 的占 GDP 的 10%，缓慢上升到 2012 的占 GDP 的 15%（相当于储蓄率和投资率的差额），外国直接投资的流入维持在每年 600 亿美元（这是一个保守的假设），并且没有出现投机性的资本流入（尽管人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民币很可能会迅速升值），那么到 2012 年中国的外汇储备将达到 4 万亿美元（按 2007 年的美元水平），接近于那一年的 GDP 数字（见图 6.9）。即使经常账户盈余仅维持在 GDP 的 10% 的水平上，到 2012 年也会达到 5 000 亿美元，而且储备将达到 3.7 万亿美元。任何事情都有可能。但是我们很难想象，这样的情况不会引起全球经济的大爆炸。

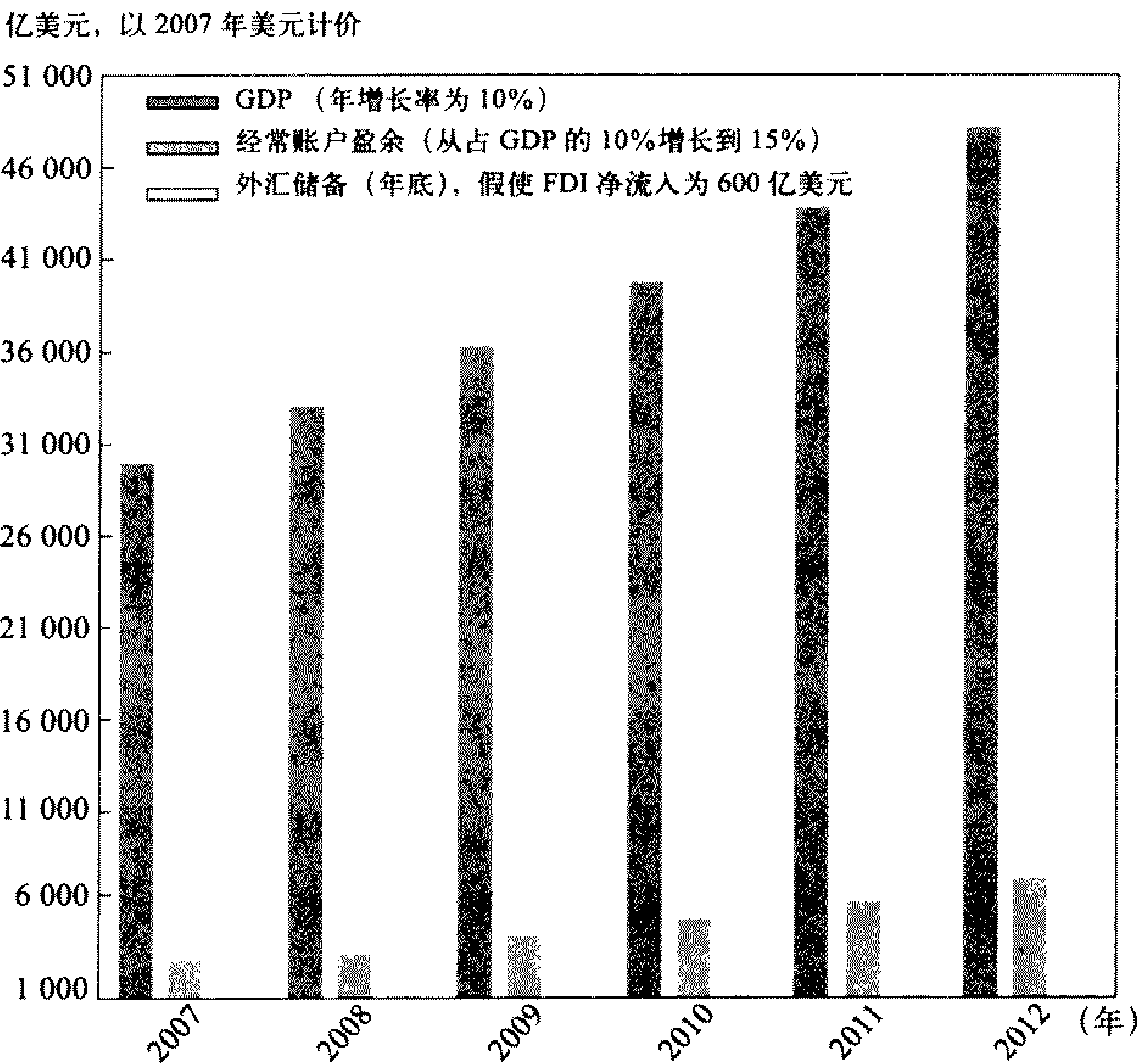


图 6.9　中国经常账户和外汇储备的可能道路

资料来源：作者的计算

而且对于中国来说，防止这样的情况出现也有利于它自身的利益。我们很难想象，像中国这样一个发展中国家——按购买力平价计算的人均 GDP 在 2005 年为 6 600 美元（相当于美国的 1/6），拥有广泛的内部贫富差距，而且贫困人口仍然众多——是否真的应该为建设一个富强的未来而推迟今天的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费。正如拉迪说过，2004 年中国的人均 GDP 是印度的 2.5 倍，而它的人均消费水平只比印度高 2/3。至今很难相信中国以非常低的名义收益率（以美元计价）把这么多钱拆借到国外去，而且一旦人民币实际汇率升值后，这些收益就变成了实际负收益。实际上这多少有些出乎我们的意料，这样的升值一直没有出现，无论是通过名义升值还是通过较高通货膨胀率的方法。同样我们也很难想象为了实现这种代价高昂的国内战略，会不惜造成国际关系的严重对立。基于所有这些原因，实行战略上的转变是必然的，这一点也成为中国领导层的共识。可惜的是，至今尚未发生什么实质性变化。

应该做些什么？关键在于扩大与供给相对应的需求，这种需求主要集中在公共消费和私人消费上。应该允许汇率上升以至于能够控制通货膨胀。如果能够做到这一点，麦金农所担心的通货紧缩问题会自动消失。这种政策基于这样的基本事实：外部平衡的变化将首先依赖于需求的变化，同时实际汇率的变化能够消除额外的需求（如果一个国家出现经常账户赤字，则这里就是额外的供给）。

公共政策中需要立即改变的包括增加在医疗、教育、农村基础设施上的投入，以及建立一个可靠的社会保障体系，特别是对老人的保障。这些投入会涉及政府的直接支出，并鼓励居民减少他们的储蓄（目前这些储蓄占了他们可支配收入的 1/4）。政府也可以对企业课以重税，这会迫使它们利用金融市场从而接受市场的纪律和原则。这样做也会降低企业的储蓄。增加的税收应该完全由政府来支配，或者用于减少其他的税收。汇率在某种程度上可以更加灵活一些。加大汇率的灵活度应该与逐渐放宽资本外流管制和加快进口自由化结合起来。这些变化会大大地降低货币升值的需要，实际上这些要求都已为人所共知，现在需要的是行动。①

---

① 戈登斯坦和特纳：《控制货币错配》（*Controlling Currency Mismatches*），第 81~82 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以不难理解为什么中国政府很清楚它需要做些什么，但是至今它又做得不够多。很显然，冒险改变目前的政策是很难的，尽管这种政策在许多方面是不完善的，但是至少会带来快速增长和一定的宏观经济稳定。但是政府领导者也必须正视国内和国际市场上存在的危险，而且要避免错过调整政策的好时机。对于中国来说，2000 年后出现的投资和出口爆炸性增长应该至少引起领导者的足够重视，因为这些增长将导致中国经济走向它从未经历过的“新领域”。

金融改革

让我们开始这样的想象：一些重要的新兴市场国家（包括中国），认同它们的外汇储备能够为它们提供适当的保险。因此，它们准备考虑让经常账户出现一些赤字。它们将需要怎么做呢？

首先是开放资本流入，使之自由化，尽管这些资本流入可能引起一些不稳定的风险甚至会出现危机。从这个意义上说，风险最小的是 FDI。一旦外国投资者做出了直接投资行为，这样的投资多多少少就固定了，从任何意义上说这种投资是非流动性的。即使在一次危机中这种投资会最终得到清盘，但是清盘的价值已经大大减少了，而且还是以本币计价。因此，最有可能的是外国投资者将和投资接收国一起在危机中承担损失。

第二种风险很小的金融形式是证券投资。尽管这种投资总体上比外国直接投资具有更强的流动性，它们仍然具有后者的一些特点：在一场危机中，由于资本市场的波动和汇率波动，投资者会自动分担损失。

第三种风险较小的金融形式——从投资接收国来看——是长期的本币债券。绝大多数这种债券都有固定的名义收益，因此债券的价值就以本币而不是外币确定下来。这种债券最大的优势是在出现货币贬值情况下，它可以完全避免货币错配的各种后果。实际上，在一场危机中，高收入国家和大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新兴市场国家的一个重大差别就是前者没有货币错配问题。如果一个持有大量外汇负债的国家出现货币贬值，那么它的债务负担会立即上升。如果许多私人非银行部门或者银行都持有这样的负债，则很可能会大规模破产，亚洲金融危机中出现了这种情况。如果一个国家或者这些公司能够匹配它们的外汇负债和外汇资产，或者拥有大量的外汇收入，就可以减少这种风险。

与绝大多数新兴市场国家的历史完全不同，美国的债务负担都是以美元来计价的。当美元贬值时，没有出现资产负债表效应。相反的是，这种情况下资产负债表效应就会非常有利，因为美国人拥有大量的以外汇计价的资产，包括外国实际资产。这种情况也发生在其他高收入国家，它们的资产负债表效应多多少少相类似。

因此，如果一个国家实行海外融资，它应该在海外投资股票或者债券，并以当地货币计价。外汇债务是很危险的，尤其是短期外汇债务，考虑到“骤然停止”的风险（或更准确地说是市场突然出现流动性消失），这种债务变得相当危险。只有一种情况下外汇债务是可行的，就是本国货币牢牢盯住另外一种货币。而在实际中，这种情况很难实现。香港从 1982 年以来就通过联系汇率制度盯住美元，但是这只是一个例外。看来，只能实实在在地把其他国家货币搬到自己的货币体系中，似乎必须这样做。历史上，甚至阿根廷所实行的比索与美元之间一一对应的联系最终都以失败而告终。

我们生活在多种货币并存的世界里，每个国家都应该尽最大努力借用自己的货币，这样就可以大大消除货币错配风险。这是 1870~1914 年所谓的“第一次全球化”时代与我们过去 30 年全球化时代的一个根本区别，而这个区别基本被忽略了。在很长时间里，政策决策者对十分普遍的发行美元计价债务的市场行为采取了相对宽松的态度，尽管危机紧跟着便发生了。这是一个严重的错误。可以这么认为，两个时代里最大的一个单一政策区别——也是一个政治区别——就是第一次全球化是金本位制时代，而第二次全球化是可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整汇率制时代。在可调整汇率制下，唯一安全的方法就是借自己的货币。如果不能这样做，则必须限制借款行为。

幸运的是，根据 2007 年国际清算银行的报告，新兴市场国家已经在发展它们的本币债券市场方面取得了很大的进步。[①]显然，一个国家必须首先建立起一个本国居民信任的市场，然后外国投资者才能参与。这里的逻辑是很明确的。对于本国的情况，本国居民往往比外来投资者更具有信息优势。如果连前者都不愿意用本币购买政府债券，那么它们就在向外部发出一个非常重要的信号；相反，如果国内债务市场发展起来，那么本国居民可以显示出它们很强的信心。

截至 2005 年年底，新兴市场国家在国内发行的主要以本币计价的债券存量达到 3.515 万亿美元（见图 6.10）。与 2000 年的 1.681 万亿美元相比，增幅是巨大的。但 2005 年新兴市场国家在国际上发行的债券金额只有 6 180 亿美元，2000 年为 4 980 亿美元。因此可以说，国内市场发行的债券无论从规模上还是增速上都比国际市场高得多。2000 年，3/4 的国内债券是政府发行的。亚洲国家是最大的发行者，截至 2005 年它们的发行存量达到 1.69 万亿美元，拉丁美洲居次，共有存量债券达到 8 720 亿美元。依据存量债券规模的大小，依次为：韩国（4 990 亿美元国债和 2 890 亿美元企业债券）、巴西（3 900 亿美元国债和 360 亿美元企业债券）、中国（3 610 亿美元国债和 2 660 亿美元企业债券）、印度（2 160 亿美元国债）、墨西哥（1 220 亿美元国债和 860 亿美元企业债券），以及土耳其（1 850 亿美元国债）。

在国际市场上，新兴市场国家也发行了不少以本币计价的债券。根据国际清算银行的研究，截至 2005 年年底和 2006 年年底，这样的债券总量分别达到 690 亿美元和 1 020 亿美元。最大的发行者是南非，总共有 230 亿美元

① 国际清算银行：《金融稳定》（*Financial Stability*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等值的债券。捷克共和国也以本币发行120亿美元等值的债券。巴西发行了107亿美元，墨西哥发行了99亿美元，土耳其发行了95亿美元。

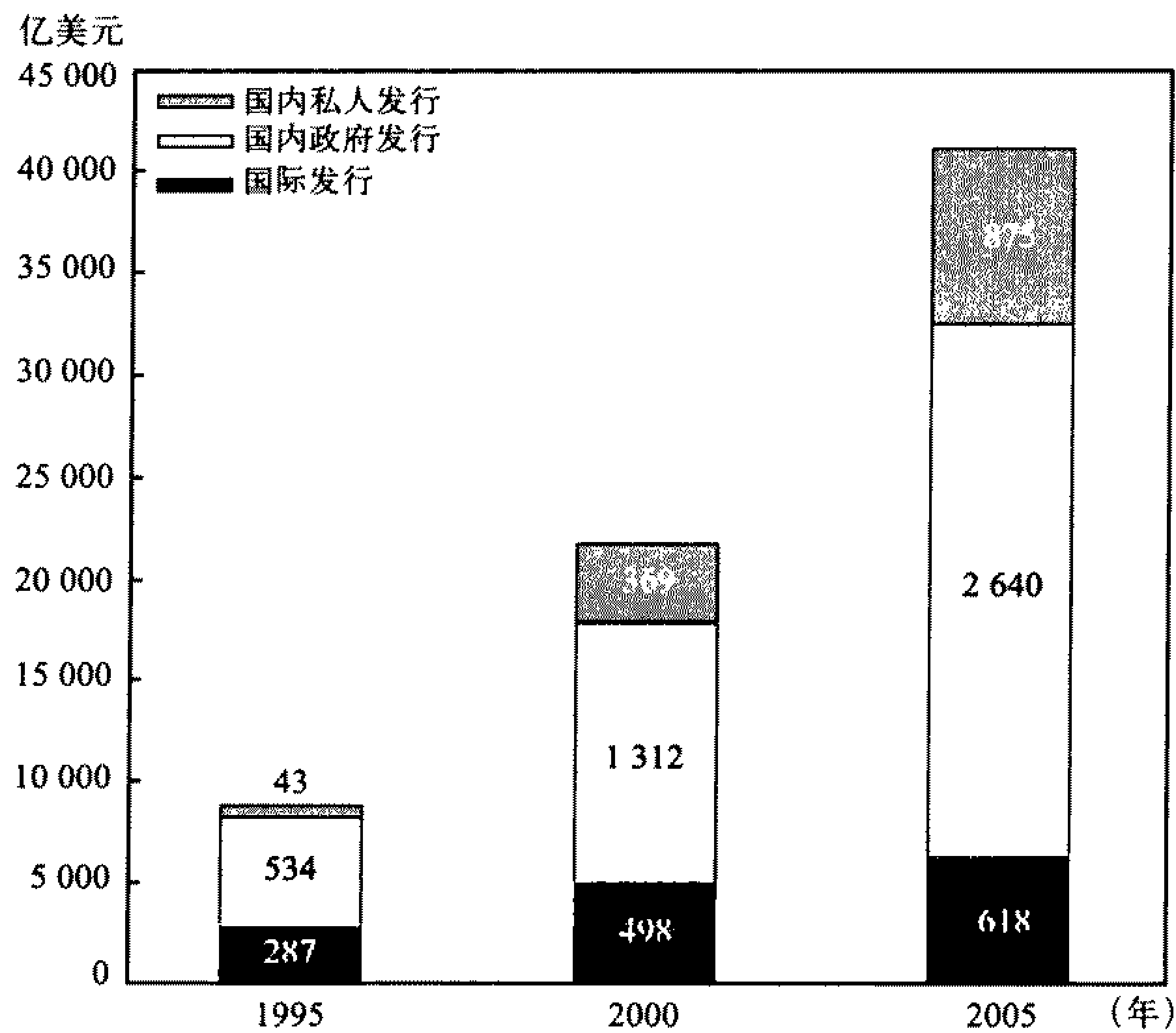


图 6.10　新兴市场债券存量

资料来源：国际清算银行（2007）

健康的国内本币债券市场，无论是国债市场还是企业债券市场，它们的发展都是朝向更加健康的全球金融体系迈出的必要而且主要的一步。下一步是推动外国投资者参与到这些市场中来。有证据说明这些外国投资者有很大的兴趣，主要是因为这些市场能够提供较高的利率，而且可以帮助分散债券投资组合。这里所强调的逻辑是很清楚的：华尔街可以开始在全球创建以各种货币计价的“债券篮”，这样可以分散风险。债务人往往之所以不能分散他们的风险，在于他们一旦过多地借入美元债务，美元汇率会成为整个经济中系统风险的一个来源，而利用掉期也许成本太高又或者本币中缺乏这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融服务。但是投资者完全可以通过分散化投资的简单办法来消除这样的风险，根本不需要复杂的衍生产品。这么说来，如果世界各国能够用自己的货币来借款而且投资者可以持有分散化的各种债券，这样的世界一定会比那种各国严重依赖外汇借款的世界稳定得多，在后者这个世界里，各国的中央银行根本没有能力来发行外汇，而它们的政府也无法充当最后的有效债权人。

一些经济学家认为这样的发展是不可行的。因而，他们进一步演进了有关“原罪”的假说。[①]这是一个知名的天主教教义。这个假说隐含的假设前提是，新兴市场国家在创建国际化的可靠本币债券市场方面实际上是无事可做的。出于这个原因，经济学家认为，需要一个国际解决方案来推动外国投资者投资到新兴市场经济中的本币业务中去。

尽管这个假说有些说服力，但至少它是过于夸张了。国际行动也许可以加速发展出一个新兴市场国家的本币债券国际市场（第 7 章我会重新讨论）。但是，这个目的实际上是不必要的。新兴市场国家可以为它们做得很好。如果这样的发展真的是不可能的，那么现在的那些高收入国家就不可能完成它们的历史突破。美国罗格斯大学的迈克尔 · 博多（Michael Bordo）作了一个有趣的研究来对比新兴市场国家的当今状况与历史上的情况，“所需要的是发展一个国内债券市场，而这需要确定清晰的边界和有效的税收制度，并配合一个成熟的银行体系。这些是实现金融稳定的关键要素，而金融稳定又是通向世界资本市场的关键”。[②] 他认为，这就是国家信任的创立。另外，“货币信任来源于依附一个可靠的‘名义锚’的能力”。

“原罪”的假说也提示国际市场也许只会对少数几个新兴市场国家的货币感兴趣，因为投资者认为投资分散化并不需要投资新兴市场国家的债券就能做到。这也许是对的，尽管我们看到金融市场上经常有数千种股票，而许

① 艾成格林等：《原罪》（*Original Sin*）。

② 博多：《骤然停止》（*Sudden Stops*），第 26 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多公司看起来很相似。但是，出于本书所讨论的目的，我们不认为这个限制有什么道理。如果大型新兴市场经济国家的本币债券能够在国际上得到认可，世界经济就有可能会实质性地变得更加平衡。而这看起来不是不可能的，因为大型新兴市场国家确实有很大的规模，例如中国、印度、墨西哥、巴西、土耳其、印度尼西亚、南非、阿根廷和泰国都具有足够的经济规模来吸引投资者的兴趣。

当然它们需要变得确实有吸引力。可喜的是，那些使得这些市场吸引国内投资者的因素，同样也可以吸引外国投资者。有些人认为不愿意持有新兴市场国家的本币债券是出于一贯的认知偏见，这种看法完全不对。相反，潜在投资者往往有足够的理由不持有那些不能信守自己承诺的政府债券。这样理性的怀疑会导致一些政府只能直接发行外汇债券或者指数债券。这不是一个非理性的偏见——按照“原罪”的假说，最终的赎回是必需的——而是一个完全理性的“事后预见”。

2005 年，拉丁美洲 46% 的未到期债券采用浮动利率，23% 与通货膨胀指数挂钩，5% 以外币来计价，只有 23% 是直接的固定收益债券；但是亚洲新兴市场国家所发行的债券中 91% 是直接的固定收益本币债券。这种情况令人联想起了这两个地区的通货膨胀历史。这不是什么“原罪”，这是罪恶所带来的后果。我们并不是说过去的错误不会持续下去，但是我们需要探索新兴市场国家到底能够做些什么工作去发展一个有深度的、流动性强的、比较安全的国内金融市场，这个市场能够较便捷地发行本币债券，而外国投资者也能很放心地参与投资。

那么，这些相对发达和成熟的新兴市场国家到底应该做些什么来建立它们所需要的市场，而最终树立它们所期盼的声誉呢？它们需要建立一个可靠的、稳定的宏观经济环境。这是我们在下一节将讨论的主题。同时它们在认识到将永远不会消除金融危机的情况下，需要创立一个健康的金融部门，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的近代和现代史表明了这一点，本书第 2 章也讨论了这一点。金融的脆弱性是无法根除的。

除了良好的宏观经济政策以外，建立一个健康的、以本币为主的金融部门还需要什么样的其他政策？所需要的政策含有正面和负面因素。正面因素包括鼓励发展国内长期投资者，包括养老基金、保险公司等。这样做并不意味着要强迫这些投资者去持有本币债券，那样的话很可能会减弱了政府制定好政策的压力。通过这样的方法可以培养机构投资者成长，这些投资者都有长期本币资产与长期本币负债匹配的要求。随着他们的兴起和他们对借款人透明度的越来越高的要求（主要通过监管体系的不断改善而实现），外国投资者会对国内市场越来越有兴趣，一些国家（例如中国和印度）的市场一定会蓬勃发展。

负面因素包括：

- 对货币错配的直接管制，尤其是在银行体系中，政府总是负有一些责任。
- 坚持要求金融机构一定从货币构成、期限和流动性等角度将其外汇资产和外汇负债相匹配（因为在外汇危机中，国内的中央银行很难充当债权人来对付外汇负债的偿还）。
- 坚持要求银行监管（或者通过银行的贷款来补偿）非金融机构债务人的外汇头寸（这一点成为 1997~1998 年亚洲金融危机中的脆弱性的一个重要来源）。
- 评估国家全部的外汇资产和负债（包括衍生品）的状况，评估官方外汇储备变动所引起的调整情况。
- 把外汇储备维持在一个适当水平上，以满足官方偿还相对短期负债的需求。
- 通过管制或者税收的办法来鼓励相对长期的外汇借款。

重要的一步是如何准确地确定政府能够给陷入困难中的金融机构提供何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种帮助。如果银行和其他商业机构都坚信它们出了问题就会得到政府的帮助，它们就缺乏动力谨慎行事。当然，一些人是在极度兴奋时刻因为过度贪婪而忘记了谨慎。但是有些人还是会警惕正在出现的风险。政府往往愿意去嘉奖和鼓励那些谨慎行事的机构，其实更重要的是政府拒绝救助那些不谨慎的机构，政府应该从一开始就明确表态。

直接管制外汇交易到底能够发挥什么样的作用？既然金融风险往往是由债务人而不是由债权人所引起的，因此，就需要对外汇交易进行集中管制。对资本流入实行控制与对资本流出实行控制不一样，后者会损害财产权的完整性，而前者不会。因此，在金融体系脆弱和不健全的情况下，对资本流入实行控制有其道理：防范总比紧急救助好得多。但是新兴市场国家也必须认识到，随着其经济体系在贸易和资本流入中变得越来越开放，控制资本流入

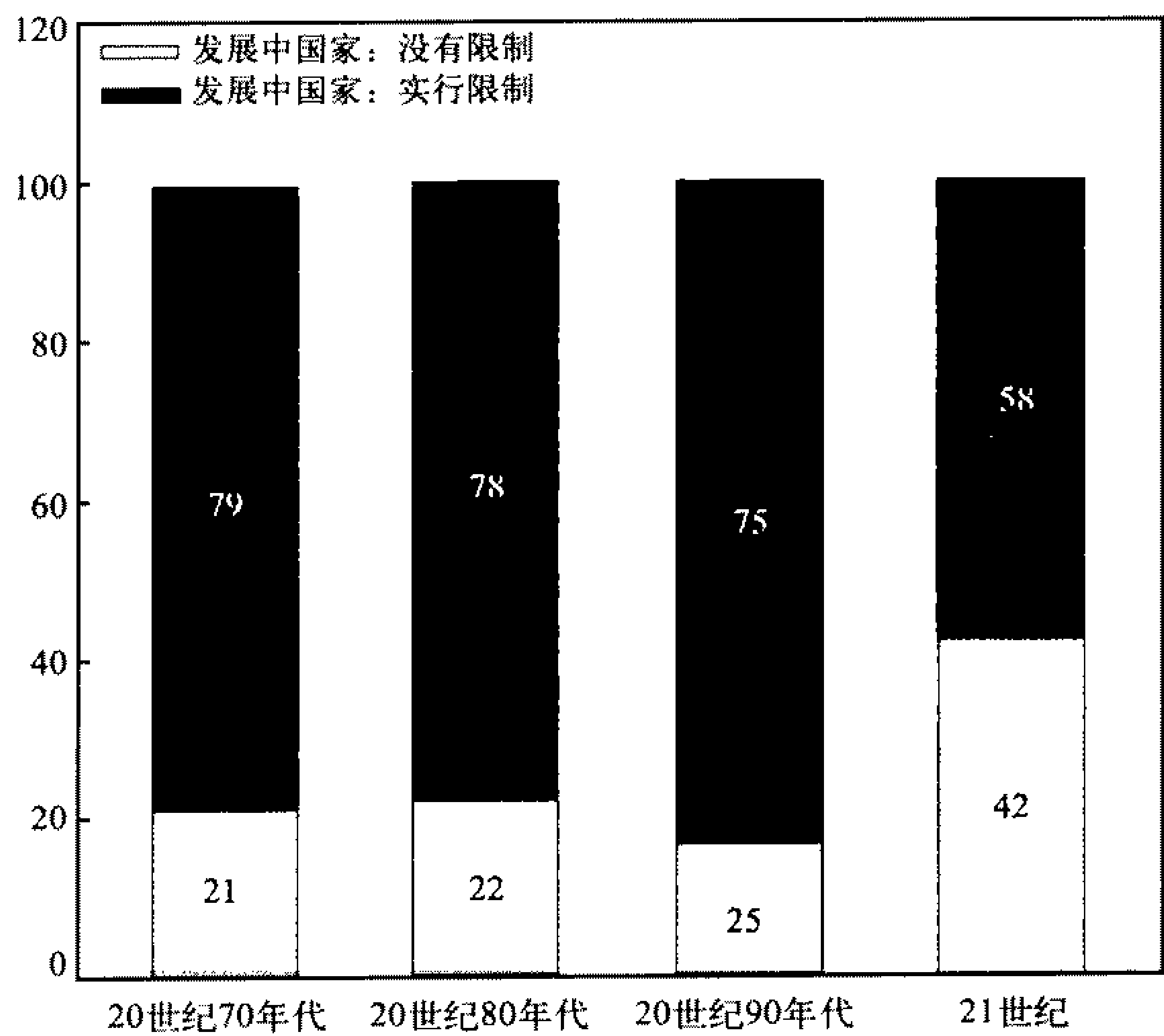


图 6.11　发展中国家实行外汇管制的比例

资料来源：IMF《世界经济展望》，2005 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的有效性注定会下降。资本控制往往会出问题，因为它需要有效率的、诚实的政府，而这一点恰是大多数新兴市场国家所缺乏的。而且资本控制会不可避免地引起一些扭曲。实践中，税收和特别存款要求等方法可能是最有效而负面作用最小的政策选择。

如图 6.11 所示，实行外汇管制的发展中国家的比例在下降。比如，印度正在考虑取消外汇管制。如图 6.12 所示，发展中国家遵循发达国家的模式，但是落后了 25 年。总之，我们的世界正在逐渐远离外汇管制。

毋庸置疑，各种对本币金融体系的监管措施，是否能发挥效能，主要取决于政府是否能够创建一个成熟的金融体系。可以罗列这个体系的一个基本要素清单：可靠的产权；有效的破产制度；充足的资本金；存款保证，这种保证足以降低银行经营风险，但同时又能防止道德风险；透明的会计账户，

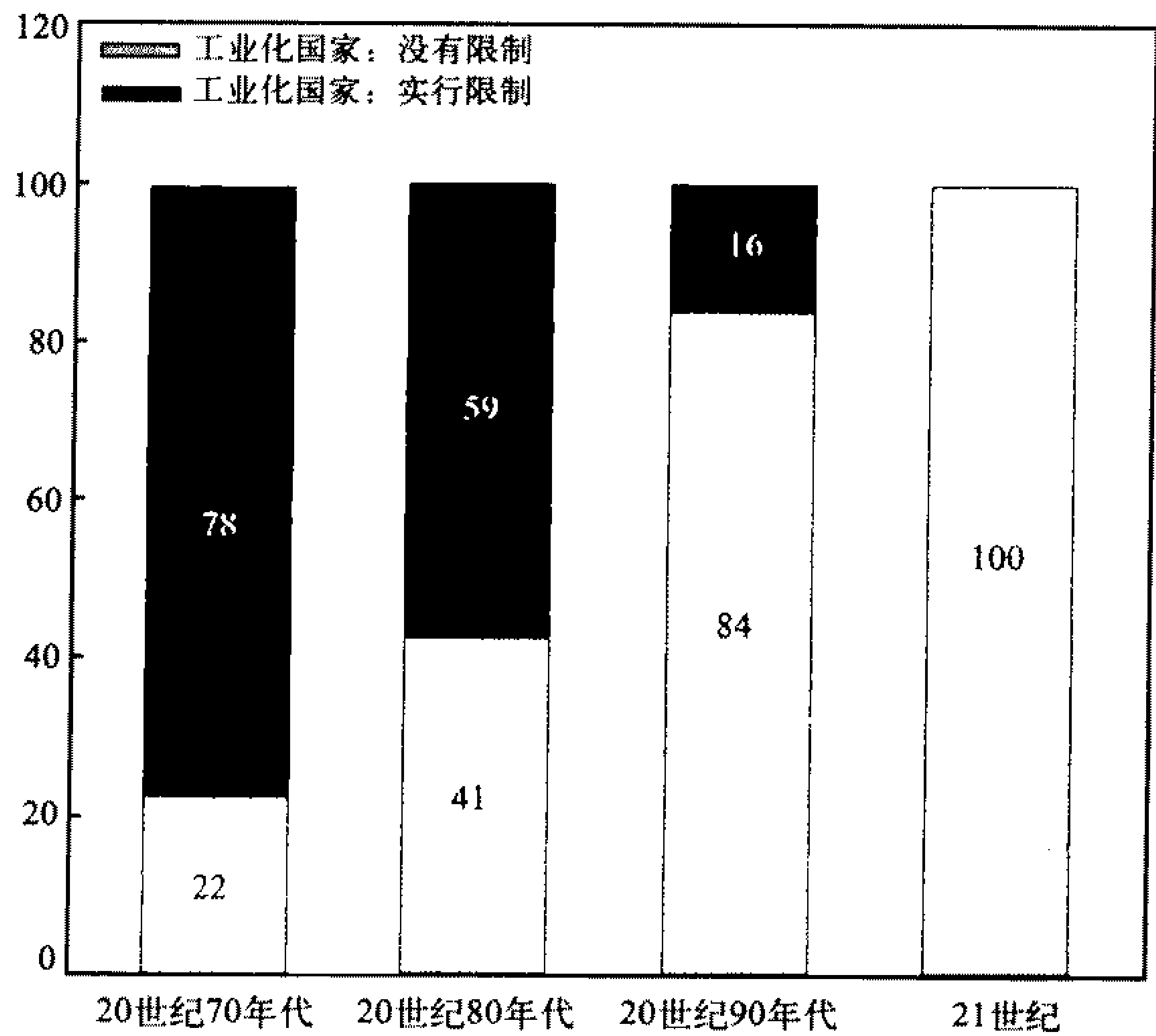


图 6.12　工业化国家实行外汇管制的比例

资料来源：IMF《世界经济展望》，2007 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业财务状况透明是金融市场运作的基础；外国竞争者有效进入；强有力的、独立的监管等。

要完成以上工作确实有政治上和技术上的困难，但是至少现在有更多的新兴市场国家在认真地尝试——在中国，监管者就取得了很大的独立性。总之，自从20世纪90年代危机爆发以来，各国都取得了不小的进步。这些进步是否足够，要等到下一次金融体系受到考验时人们才能得知。毫无疑问，下一次危机一定会来，只是我们不知道确切的时间而已。

宏观经济改革

成熟的金融体系需要一个必要的条件：宏观经济稳定。尤其是不负责任的财政政策所引起的恶性通货膨胀，不仅破坏了金融体系，而且是造成依靠外币借贷的一个重要原因。因此，需要通盘考虑财政政策和货币政策。这一点在发展中国家尤为重要，因为这些国家缺乏发达的债券市场和良好的外部信用评级体系，巨额财政赤字迟早会被货币化：泛滥的政府借款会把中央银行当做最后的拯救者。

稳健的财政政策非常重要，这个原则说起来容易但做起来难。政府需要长期具备良好的偿付能力，而在短期内又具备灵活性。这就意味着各级政府要在任何时点上或者长期做出各种实际的或隐含的财政承诺。必须保持财政纪律，但是对于所有政府来讲，实现这些目标并不容易，因为在民主国家为了选举而做出许多不切实际的财政承诺，或者在一些非民主国家为取悦民众而做出难以实现的财政承诺，往往轻而易举、没有约束。

不要以为高收入国家在这些方面会比新兴市场国家做得更好些，高收入国家只会信用好一些。新兴市场国家面临一连串的困难：它们的经济更脆弱而且容易受到冲击，尤其是一些国家特别依赖仅有的几种大宗商品出口；它们的金融部门常常积累了巨额的或有负债，这一点在第3章里我已经做出说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明。而且，很清楚的是，在危机中这些国家对外举债的能力是很有限的。由于所有这些原因，新兴市场国家政府需要对它们所认为的“正常”标准的负债和赤字保持高度的警惕。

新兴市场国家往往会借得太多——即当人们（尤其是它们自己的民众）普遍不看好这些国家的偿债能力时，这些国家仍会维持特别高的财政赤字。这些国家机构很脆弱但是屈于各种压力经常大规模举债，而又经常出现违约（通常通过国内通货膨胀的形式），这些情况会促使政府陷入一次又一次的外债危机（当市场开放时）、国内外币借款的危机、实行指数化债务的危机、短期借款危机，以及直截了当地实现美元化的危机。

这些情况的发展都制约了政府在危机中实施政策的自由度，而且增加了未来发生违约的可能性。这种情况很容易变成一种恶性循环。政府花了若干年建立起来的信用，可能在很短时间内甚至一夜之间就被摧毁。

政府该做些什么呢？它们可以尽可能地提高财政透明度。它们也可以引入财政政策框架来设定它们需要遵循的原则。财政政策框架在近年来变得越来越流行，因为政府越来越意识到失去自己信用、失去预见能力、失去足够的谨慎都是相当危险的。但是，原则只有在被遵守时才有说服力。而且只有遵守原则的行为得到人们普遍认可时，这些原则才能增加政府的公信力。最后一点，这些原则不能指挥政府，除非这些原则真正成为政治体系的有机组成部分。

在一个稳定的国内金融体系中，货币方面的要求主要是要保持一个值得信赖的低通货膨胀水平。在过去 15 年中一个特别令人注目的现象是发展中国家中普遍出现和维持了低通货膨胀。这是全球迈向低通货膨胀的一步，尽管至今人们仍未完全明白这种低通货膨胀的前因后果。

维持这种稳定的低通货膨胀的第一个条件就是财政纪律。在缺乏财政纪律的情况下，大量发行货币的诱惑和冲动是巨大的。当一个国家采取意在消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除滥发货币冲动的货币体系安排时（有时是引入另外一个国家的货币作为自己的货币），这个国家要冒着财政违约和金融崩溃的危险。在这些情况下，重新使用本国货币的可能性就变得非常之大。然而，如果是一个开放的小国，它与一个特别大的国家有大量的贸易往来，而且它自身的国内金融体系非常脆弱，尽管它需要放弃发钞权（即以零成本供应本国货币的能力）和承担严重的财政危机的风险，那么，它仍然会考虑采用这个大国的货币作为自己的货币。

从目前看，全球范围内放弃本国货币的举动还是遥不可及的，只有欧洲货币联盟除外，实际上欧盟既是政治上的合作也是经济上的合作。相对成熟的较大经济体应该考虑采用独立的中央银行和树立一个明确的通货膨胀目标的方法。近年来一些发展中国家普遍采用完全浮动的货币安排，不再盯住某种名义或者实际汇率。

在过去 15 年中，发展中国家总体上越来越多地采用更加灵活的汇率政策，但是没有几个国家在这个过程中放弃了政府的干预。这种“对浮动的恐惧”出于多种原因：担心外币负债、担心对大规模资本流入的依赖、希望保住出口竞争力，以及希望为不虞之需而建立外币储备等。[①]

目前占主导地位的是可控制的浮动汇率。尽管它限制了把货币政策分配给一个完全独立的以既定通货膨胀为目标的中央银行的做法，这样一个汇率体系是可管理的。如果它确实能够消除货币政策的负面影响，那么在一个很高的“竞争”层面上“确定和维持住一个实际汇率”的做法就是完全可行的。这样的制度确实会产生各种扭曲，但是它降低了一些风险。既然许多国家都积累了数量可观的外汇储备，那么减少一些管理、增加一些浮动应该是可行的。而对新兴市场国家来说，大量补贴的出口导向型经济增长政策（通过控制汇率来达到补贴目的）越来越没有理由存在，尤其是对于一些经济大国。

① 卡沃和芮哈特（Reinhart）：《浮动恐惧症》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果同时国内本币借贷发展起来，则转向更加灵活的浮动汇率安排将完全可行。幸运的是，浮动汇率制度会促进国内的产业部门和银行积极借入本币，这是一种降低外汇风险的简单易行的办法。

所以，绝大多数国家倾向于实行更大幅度的汇率浮动，不过有一些国家则试着完全放弃本国货币。联系汇率制度是很有效的，这些国家能够产生可信的承诺。像中国香港这样经济高度自由的经济体，或者像爱沙尼亚这样与另外一个大经济体紧密结合在一起的经济体，联系汇率制度是相当有效的。但是我们需要认清，联系汇率制度的安排、完全美元化的安排或者完全欧元化的安排，都有一个重要的基本事实：货币并没有停止浮动。简言之，主要货币仍然在继续浮动，而把自己的货币与这些主要货币相固定，只是确定了自己的货币将如何浮动而已。

因此，一旦选错了锚货币，风险就在所难免。比如阿根廷，它的经济很封闭而且贸易比例很低，在这样的经济结构里它与美国的贸易量也不是很大。同时阿根廷还有一个不太灵活的劳动力市场和一个经常出现松弛情况的财政体系。一旦美元与其他货币的汇率变化异常，上述情况的相互影响会使得阿根廷在 20 世纪 90 年代所实行的《自由兑换法》特别脆弱。正如历史所表明的，如果阿根廷能够再坚持几年，它的盯住汇率制度就可以运行下去，因为美元在逐步贬值。可惜它没能坚持住，所以盯住汇率制也就没有运行下去。

另外一种替代办法是实行盯住一种核心货币的区域盯住汇率制度，实现一种区域内总体浮动。这种情况发生在实行欧洲货币体系时代的欧洲。美洲各国自然选择美元作为锚货币。在东亚，却没有主导货币出现，美元、人民币和日元都很重要，可能的情况是逐步从盯住美元转向盯住人民币。一旦中国放弃了汇率管制，这种情况会在未来 10~20 年自动地发生。一个事实上的货币区域将在那个地区出现，主要就是盯住人民币，但是人民币变得更加灵活是个前提。目前，日元和人民币实质上都是盯住美元的，这就使得美元成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这个地区的锚货币。

还有一种替代办法，就是采取正式的“货币篮”汇率。如果若干国家都采取同样的“货币篮”汇率，则联合浮动就成为可能。在东亚，这也可能成为一种选择，而不一定非要盯住人民币不可。

所有这些安排都有一个共同的特点，这个特点推动了货币之间的运动：即要避免货币之间出现大规模的错配。因此，是否选择自由浮动汇率、有管理的浮动汇率，是紧紧盯住一种锚货币还是比较灵活地盯住一种锚货币，是否盯住一个“货币篮”汇率，以及一个货币体系是国家性的还是区域性的等，这些问题的一个基础性决定因素是发展具有活力的国内金融市场，在这个市场上可以以本币实现大量的长期、利率适中的借贷。但是如果出现了因货币联盟或者直接使用另外一种货币而完全放弃了货币自主权的情况，以上这个要求是可以放弃的。另外，本币借贷时国内外借款者都应该尽量得到公平对待。如果本币借款不能使得国际融资非常安全，至少也要使得它比以前更安全些。对于世界来讲，未来唯一能够想象的道路应该是既能够避免过去常发生的新兴市场国家金融危机，又能够避免当下过度依赖美国和其他几个少数高收入国家向全世界借款这样的事实。

但是并不是所有事情都可以在国内市场完成。如果新兴市场国家要安全地引导资本净流入，则我们需要一场全球性的改革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第7章　走向全球改革

我们需要IMF吗？是否需要一个多边机构来管理国际货币体系？如果需要，它应该是什么样的？①

——默文·金，英格兰银行行长

① 金：《改革国际货币基金组织》（*Reform of the International Monetary Fund*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 国际金融机构的监管框架要尽量避免鼓励各国只使用自己的本国货币提供贷款，因为那将导致债务国的货币不匹配。

◆ 对国际体系应当抱什么样的期望？期望不要太高。首要的是建立一个较为稳定的国际金融和货币体系，使新兴市场国家成为资本的债务国，任何时候无须担心发生毁灭性的危机，同时这个体系不应依靠世界上主要货币的发行国作为债权国来不断地借款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立一个能够保障全球经济正常平稳运转的金融体系是各国的主要任务。考虑到 20 世纪 90 年代危机以来新兴市场国家已经变得更为强大，美国也已达到作为世界头号净债务国的极限，这个任务就显得更加紧迫。最为重要的改革是第 6 章讨论过的国家层面的改革，首要的是发展一个外国投资者能够参与的以本国货币为主的金融市场。

在国际层面上需要哪些变革呢？本章的讨论将集中在四个方面：全球货币体系的前景、全球金融的改革、国际金融机构（特别是 IMF）的改革，以及非正式集团的改革，比如 7 国集团（G7，包括 7 个主要的高收入国家），20 国集团（G20，包括主要的新兴市场国家和一些高收入国家）。这里，讨论的重点是怎样创造条件使得世界经济更加平衡和减少危机。首要的议题仍是在新兴市场国家大力培育使用本国货币的各种金融市场，包括外国投资者可以投资、对投资者和融资者都比较安全的债券市场。

全球货币体系

第 6 章的一个基本假设是浮动汇率制度和法定货币保持不变。在可以预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见的将来人类不会重返金本位制，按照欧盟模式建立一个国际货币联盟也不太可能。尽管现在这种多种货币共存的时代从长期看可能产生问题，货币的种类也将随着小国转而使用主要贸易伙伴的货币或者组成货币联盟而减少，但货币环境在下一个 10 年或 20 年中不会发生根本改变。

主要货币所采取的浮动汇率制度至少在一段时间会保持不变，这有重要的现实性。这意味着今后的全球金融运行环境将继续与 19 世纪末叶到 20 世纪初叶的环境完全不同；这也意味着如何从发达国家到发展中国家形成持续不断的资本流而避免大规模的金融危机，将是一个巨大的挑战——我们在前面章节已经详述了形成这种挑战的原因；最后，这也意味着各种货币汇率将大幅震荡。

全球金融的改革

在这样的货币环境下我们该如何在全球层面改善金融体系的运行呢？只需看一下以下各种积极参与新规则和准则制定并提供技术援助的组织名单，人们就能明白这个问题的复杂性：国际货币基金组织、世界银行和区域性开发银行、国际清算银行、巴塞尔银行监管委员会、金融稳定论坛、国际证监会证券监管组织、国际保险监管者保险业监管联合会以及国际会计准则会计监管理事会。原则上讲，推广各种市场准则和规则应该是一件好事。人们都希望付出能取得成果。

但是监管再好的体系也会在自满情绪中发生问题，这方面只需看看同时发生在美国的所谓次级抵押贷款危机和证券化信贷市场崩溃的情况。这个教训表明金融危机常常是很难避免的，但它也说明如果资产和负债都以发生危机国家的本币计价，危机的规模是相对可控的。因此，危机最重要的教训就是，金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融领域的不负责任行为有时不可避免，而本国货币金融体系极其重要。

有一个有趣的想法，它是一批主张“原罪”的人所鼓吹的，这些人认为世界银行和区域性开发银行——所谓的国际金融机构——可以加速新兴国家使用本国货币。[①]他们建议建立一个新兴市场货币指数，指数由一揽子经过指数化处理的货币组成，包括20个左右最大的新兴市场国家。世界银行和其他国际机构发行以该指数计价的债券，转贷给对应的新兴市场国家，可以实现各国所需的货币匹配。在这个过程中，国际金融机构可以为新兴市场国家建立一个以其本国货币计价的债券市场，并在此基础上发展该国的私营部门。这个想法很有吸引力，试着做一下也没有害处，但新兴市场国家不必等到这项试验成功后才使用本国货币借贷，实际上很多国家已经开始这样做了。

另一种可能性是利用国际金融监管体系来推行新兴市场国家的本币金融市场的发展。前IMF第一执行副总裁安妮·克鲁格（Anne Krueger）认为监管体系可以实现这个目标。[②]她建议G7集团应该通过一项立法，要求成员国的金融机构接受境外债务时只以债务人本国货币来计价。所出现的汇率风险应当通过国际市场对冲。这项建议较为激进，尽管可能走得比较超前，它还是很有吸引力的。而且，新兴市场国家也没有理由在其国内金融交易中拒绝这样的立法。总而言之，重要的是，国际金融机构的监管框架要尽量避免鼓励各国只使用本国货币提供贷款，因为那将导致债务国的货币不匹配。这种情况在银行方面尤为可能。因为银行总被证明是跨境融资的最危险源头，因为它们的融资往往期限短、波动大，这也是很多借款国限制国际银行借贷的原因之一。

安妮·克鲁格在IMF工作时还提出过另一项值得考虑的建议：主权债

① 艾成格林和豪斯曼：《原罪》。
② 克鲁格：《相互冲突的需求》（*Conflicting Demands*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务重组机制（SDRM），一项在发生偿付危机时重组主权债务的制度化方法。[③] 主权债务重组机制的核心是一套国际破产程序。这个想法是建立在哈佛大学的肯尼思 · 罗格夫（IMF 前首席经济学家）和哥伦比亚大学的杰弗里 · 萨克斯（Jeffrey Sachs）等几位重要经济学家的工作基础上的，考虑到在多个债权人情况下一项债务重组谈判的难度（多个债权人的情况在当今的债务市场日益普遍），这种想法有其明显的吸引人之处。但是 21 世纪早期阿根廷危机的教训显示，强硬的主权国家往往比它的债权人更强势，后者很难强迫一个顽固的主权国家履行偿债义务，除非有更强大力量的帮助。

20 世纪 80 年代初期拉丁美洲债务危机时期的花旗银行主管沃尔特 · 瑞斯顿（Walter Wriston）曾有一句名言——国家不会破产。他说得没错。但国家会违约：过去两个世纪以来有超过 90 个国家违约。因此，它们的债权人一次又一次地破产。现在要做的不是让违约更容易，而是让有可能会出现违约的国家更难获得贷款，以此降低主权借贷中的违约风险溢价。这也是以本国货币融资有价值的地方，因为国家往往发现直接对其公民违约是相当困难的。当然也有例外，引人注目的是俄罗斯 1998 年货币贬值后发生的事。但即便那个时候国内借贷的规模也还是适中的，违约造成的冲击很小。回想关于主权债务重组机制的争论，最有价值的成果就是国际借贷中所谓的集体行动条款，该条款可以避免少数债权人妨碍谈判，使得债务谈判更加顺利。

国际金融机构的改革

全球性的机构能做什么？本讨论集中于 IMF 的四项主要任务：技术援

① 克鲁格：《像阿根廷的国家》（*Countries like Argentina*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助、监测、协调、危机管理。与此相关的是机构改革和代表性问题。

技术援助最简单。原则上一套财政和货币政策以及金融体系的专业知识对发展中国家很有价值，这是典型的公共产品。随着新兴市场国家的政府官员和外部经济学家获得更好的专业培训和知识，这项职能的重要性在降低。但即使一些新兴市场大国也因缺少一些相关技能而出现困难局面，因此技术援助仍然是 IMF 有价值的职能。

IMF 原则上还是负责监测宏观经济、汇率和金融政策的机构。罗德里戈·拉托（Rodrigo de Rato）在 2004 年 6 月至 2007 年 10 月任 IMF 总裁，他强调改进的监测是 IMF 的核心职能之一，不论是避免单个国家发生问题，还是应对这些政策所产生的系统性冲击。监测的形式既包括国家分析——即所谓的第 4 条款咨询，也包括整体世界经济的考察报告，特别是《世界经济展望》。汇率政策，根据定义，所影响的不只单个国家。因此，由一个受尊敬的国际机构关注这个问题极为重要。

但是 IMF 是否在监测中做得有成效呢？人们应当怀疑。正如金指出的，这个组织首先需要一个合法的负责人——由所有成员选出，而不是由欧洲人在幕后选出。欧洲人与美国有一项长期协议，即由欧洲人任命 IMF 的负责人，美国任命世界银行的负责人。IMF 常设理事会的中级官员对 IMF 工作的日常干预也应减少，常设理事会是通讯缓慢且昂贵时代的产物。最重要的是 IMF 被发达国家控制，这些国家掌握着 3/4 的投票权，其中欧盟的高收入成员国占 29.2%、美国占 16.8%、日本占 6%（见图 7.1）。比利时的投票权比印度还大。这样 IMF 就由从不向它借贷的国家控制。新兴市场国家当然不愿把自己托付给 IMF 照料。

金问 IMF 是否达到了凯恩斯“只讲真话”的要求。他对自己所提问题的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

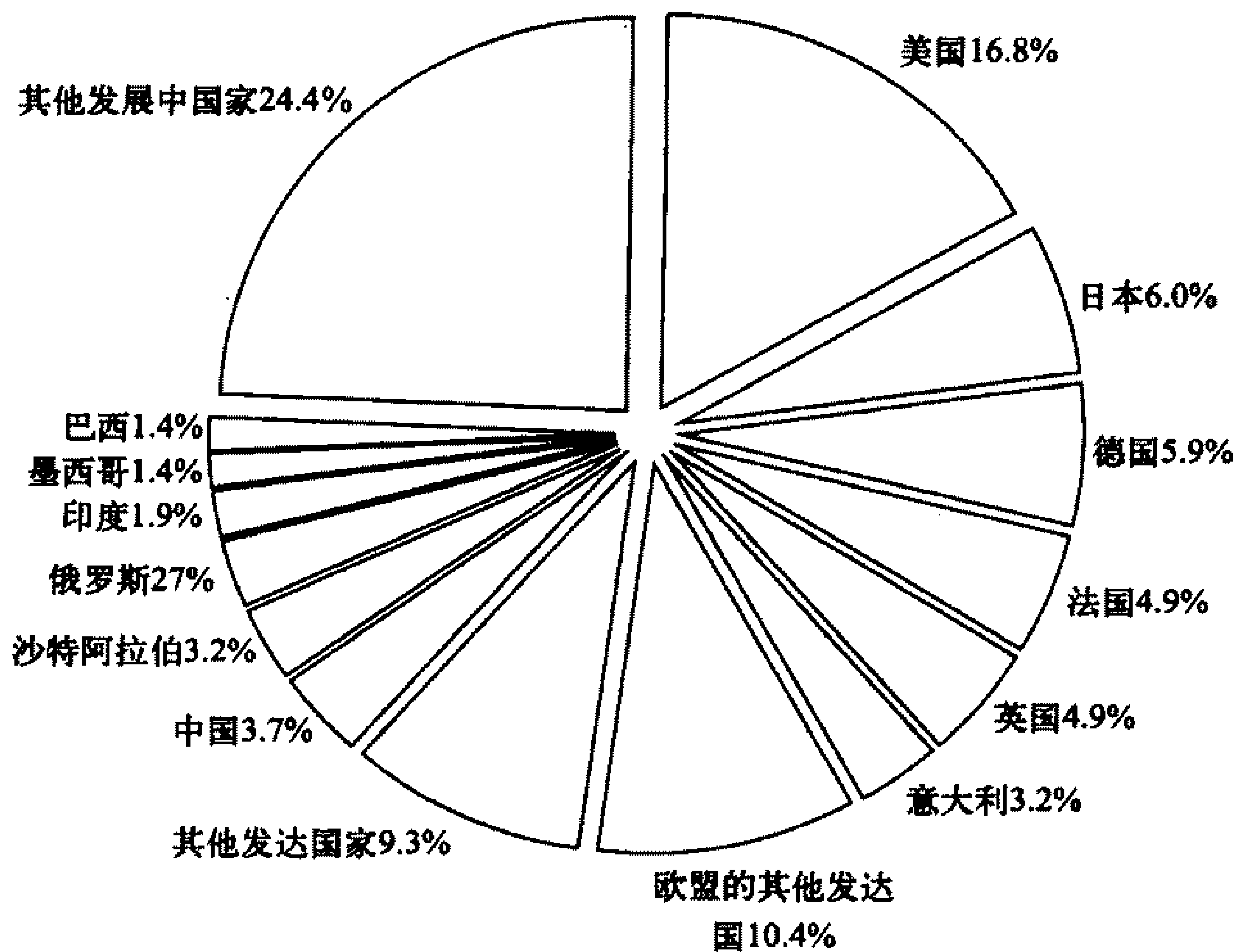


图 7.1 IMF 的投票份额

资料来源：IMF

注：2007 年 12 月 27 日的比例情况

回答是，他不记得每一次国际会议上都“只讲真话”。[1]IMF 当然不愿违背掌握大多数投票权的强势国家的意愿。但是如果 IMF 的监测没有成效，它在协调汇率和宏观政策方面也就难有作为。毕竟它只有劝说的权力。它不能强迫国家与之合作，这些国家甚至不愿听 IMF 诉说。

最后一个问题是 IMF 作为危机债权人的角色。2007 年年末 IMF 只有一个大的债务人——土耳其，它的资产负债表上未偿还贷款下降到只有 166 亿美元，3 年前这个数字是 820 亿美元（见图 7.2）。尽管正如本书已经详细讨论过的，IMF 贷款额的骤降是由于巨大的经常账户赤字从发展中国家转移到

① 金：《改革国际货币基金组织》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几个发达国家，故事似乎到此还没有结束。赤字迟早会回到没有能力大规模发行国际上可接受货币的发展中国家这边。别忘了这就是近年积累起巨额外汇储备的原因。因此，把庞大的各国储备放在一起而不各自为战还是很有意义的。2007 年年末各个国家外汇储备的总和达到 6 万亿美元，这意味着大量资源转移到少数几个富裕经济体，占主导地位的是美国，因为大约 2/3 的储备以美元方式持有。

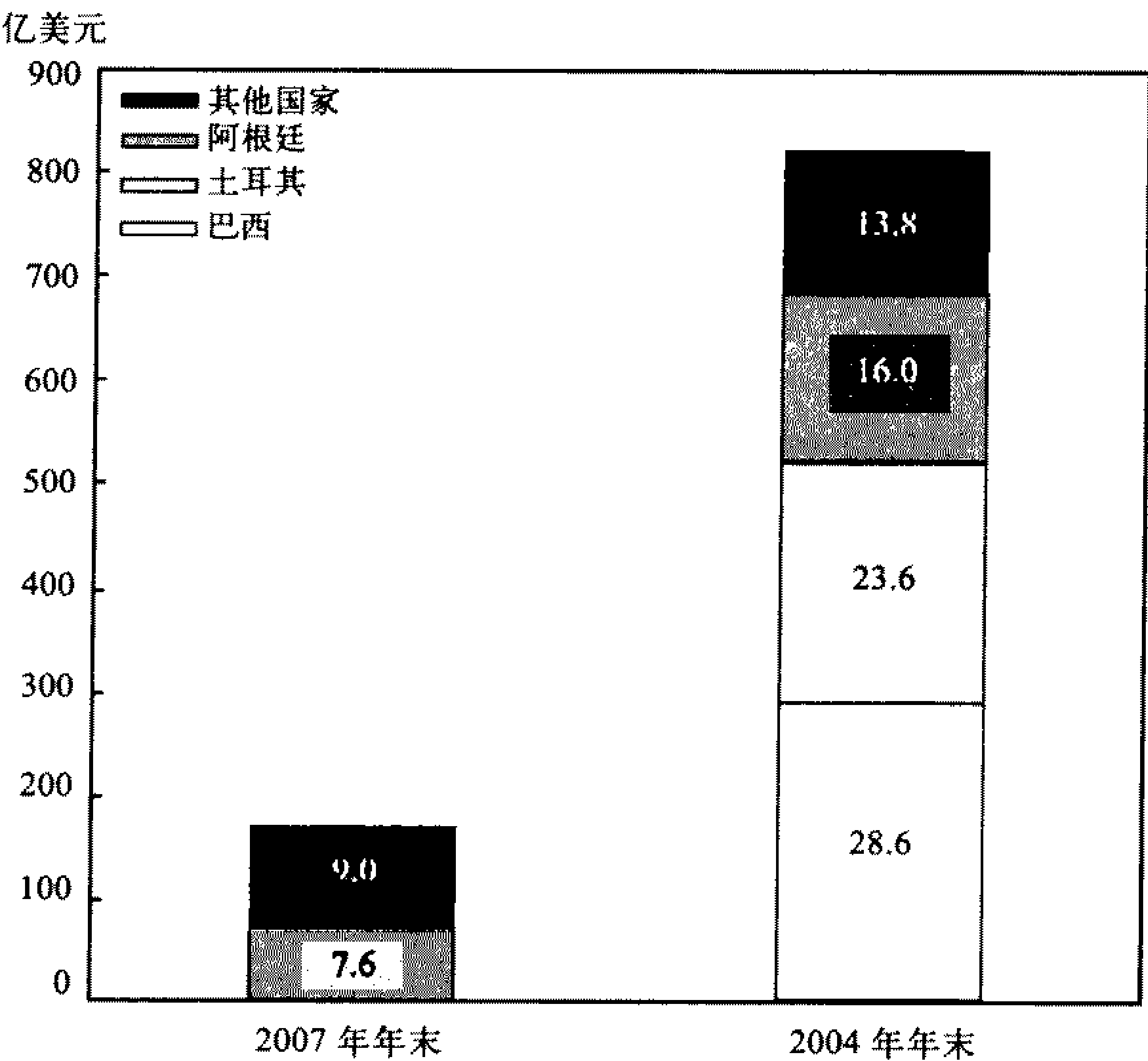


图 7.2 IMF 的贷款余额

资料来源：IMF

虽然将外汇储备集中使用很有意义，但更有意义的是 IMF 在危机中提供贷款应该没有多少政策上的附加条件。目前潜在的债务人不相信 IMF 能够这样做，特别是考虑到美国和欧洲在机构中占据主导权。而且，2007 年年末 IMF 持有的储备只有 3 400 亿美元，手中的资源太少以至于 IMF 在危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中难以发挥作用——有时仅一个较大的新兴市场国家出现危机情况就很难对付了。

将流动性危机和偿付危机区分开来一直是个难题。后者要求实行债务重组，IMF 所能做的也只是提提建议，指出什么样的债务负担是可控的等。但在流动性危机的情况下，比如对于 1997 年发生在韩国的流动性危机，提供贷款就很有意义，条件是最后的债权国相信贷款确实可以收回来。

在流动性危机的情况下，应该让独立的 IMF 工作人员在德高望重的管理层领导下，做出贷款的决定。如果管理层判断失误，那就应该解雇他们。但是由于 IMF 的资源太有限以至于他们的作用很难有效发挥。因此，各国各自为战加上地区性的储备集中安排（亚洲的清迈行动是最重要的例子）就成了唯一可行的办法。[①]

贷款的骤减给 IMF 的改革提供了极好的机会，同时也使得改革更为紧迫，因为 IMF 的开支来自紧急贷款的利息收入。因此，没有国际金融危机就 IMF 本身而言就成了危机。没有危机就没有贷款，没有贷款就没有收入，没有收入就没有工作。

IMF 朝着必要的改革已经走了多远？还不够远。国际金融领域的顶尖专家彼得 · 凯南（Peter Kenen）目前在为位于纽约的美国对外关系委员会工作。他认为 IMF 的改革有五项要素，与上面列出的挑战紧密相关：如何解决没有危机借贷情况下的收入模式问题；如何使双边监测更简便、有效；如何使多边监测更加有效；如何建立一项新的便利体系以便于向采取审慎政策的国家提供早期预警贷款；如何改革 IMF 提款权的分布。[②]在此基础上，我还想加上另外两条：IMF 资金规模，以及通过合法的国际程序选任 IMF 的总裁。

① 清迈行动是由东盟在 2000 年建立起来的，扩展到日本、中国和韩国。

② 凯南：《IMF 的改革》（*IMF Reform*）；也参见他的专著《改革国际货币组织》（*Reform of the International Monetary Fund*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于收入模式，负责人任命的委员会已经提出了一项建议，即 IMF 卖出 400 吨黄金，用这些收入建立一项捐赠基金来支持 IMF 的活动。尽管仍在初步讨论中，这个主意很有吸引力。

对于双边监测，有一个方案建议对小型的和经济稳定的国家每 2 年开展一次分析。正如第 6 章建议的那样，主要监测金融和资产负债表的脆弱性。

IMF 在更宽泛定义多边监测上也取得了一些进步，比如新的指引建议，只要一个国家维持低估的汇率就违反了 IMF 章程中规定的义务。这至少是朝着正确方向迈出的一小步。还有就是 IMF 领导了对全球收支失衡的咨询调查，参加者包括中国、欧盟国家、日本、沙特阿拉伯和美国。但是这些讨论尚未取得深入进展：重要的参与者——中国和美国——仅仅反复强调了它们在汇率和财政政策上业已做出的政策承诺而已。

跟过去一样，为潜在债权人建立一项早期预警贷款体系的尝试存在一些问题（这也是为什么我更倾向于前面所建议的简单办法）。但正如凯南指出的，多数国家都不会一直达到认定标准。所以危险之处在于，如果公开那些过去曾经合格的国家最新日益恶化的经济数据，非但不能阻止危机，反而可能会引发危机。因此，这项尝试很难取得进展。

最后，改变 IMF 提款权份额分布的讨论已经很多了。新的计算公式会更多地考虑 GNP 的权重，包括按购买力平价计算的 GNP。但是，计划中的将 IMF 投票权增加 10% 的动议不会明显改变现有的投票权分布，即使掌握最多投票权的 12 个国家都同意不参与这 10% 的分配。

大家也有了一些共识，卡恩（Dominique Strauss-Kahn）应该是最后一位按照传统的欧式方法选出的负责人。但是，在扩大 IMF 规模以便足以应对危机这个问题上没有达成任何共识。人们能够希望的只是本书所强烈推荐的以本国货币计价的金融体系能够充分发展起来，以至于国际间借贷不再是不可缺少的基础。但是那看起来也不太可能。即便一个国家不出现巨额货币错配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，但如果该国有巨额经常账户赤字，而又不拥有任何一种世界主导货币使之易于进行借贷，那么它在危机面前将会十分脆弱。在这种情况下“骤然停止”的情况仍然会造成重大损失。在这种情况下，建立庞大的储备库就相当有吸引力，但这看起来仍然不太可能。

IMF 将会发生什么事呢？毫无疑问，它还会持续进行小幅的改进。但它仍将是一个边缘组织，新兴市场国家主要依靠自己。IMF 可以提建议、发警告和进行劝诱，但所起的作用不大。新兴市场国家应当根据自己的情况制定政策。

非正式集团的改革

有关世界经济的很多讨论都是在某些非正式集团中进行的。理想的情况是这些讨论应该在改革后的 IMF 中进行。但是这不会很快就发生。因此，对于这些“集团”我们能做点什么呢？G7（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国）是自然的选择，但总的来说在今天这个世界上它不具代表性。G20（阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、中国、欧盟、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、韩国、土耳其、英国和美国）较为全面，但是其中有些成员不具事关全局的重要性。G20 也确实有点大。

建立一个 G15 怎么样？在管理现行体系中可以扮演重要角色，比 G7 更有意义的一组国家包括：巴西、加拿大、中国、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、俄罗斯、沙特阿拉伯、韩国、英国、美国和欧盟。不那么有同情心的人士可能认为欧盟成员国有一组代表就够了。当然，英国不是欧洲货币联盟的成员，因此，它应该有独立的代表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对国际体系应当抱什么样的期望？期望不要太高。首要的是建立一个较为稳定的国际金融和货币体系，使新兴市场国家成为资本的债务国，任何时候无须担心发生毁灭性的危机，同时这个体系不应依靠世界上主要货币的发行国作为债权国来不断地借款。至今我们为此做出的努力还远远不够。如果 IMF 能够得到资金支持来解决这个问题，则非常有帮助。为实现此目的还应当使 IMF 的多边监测拥有某种权力，甚至有权批准对过度使用重商主义货币政策的国家进行贸易制裁。但是这些情况都不太可能很快发生。新兴市场国家必须自己照顾自己。积累大量的外汇储备是代价昂贵的第一步，但不是最后一步。建立一个健康的以本国货币为基础的金融体系则更为重要。新兴市场国家的命运掌握在它们自己手中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing
Global Finance

第8章 走向更稳定的世界

任何事物如果不能一直保持前进，便会停止。①

——赫伯特·斯坦（Herbert Stein），前经济顾问委员会主席

① 引自赫伯特·斯坦的发言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 与20世纪80~90年代出现大量经常账户赤字的新兴市场国家相比，美国的有利条件是可以借入本国货币。这意味着它能够控制这些借贷的结果，但仍有可能爆发通货膨胀，仍有可能严重冲击美国经济和美元的国际货币信誉。

◆ 我们需要建立一个金融和全球宏观经济体制，使得正常运转的国家安全引入一些资本，以结束目前这种对美国作为最后的借款人和消费者的依赖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回过头来，我们可以看出源于美国的次贷危机并不新奇。正相反，这是人们根据过去 30 年的经历就应当预计到的事情。

根据定义，出现巨额经常账户赤字就意味着国家的支出大于收入。这样的支出所对应的国内情况是什么呢？一个或多个重要的国内部门也一定是支出大于收入。如果多余的支出用于公司投资，特别是投资于可用来贸易的产品和服务的生产，造成的影响将最小。但更多的时候，多余支出的国内对应部分是以公共或私人部门的消费形式出现的。如果是前者，外部借款对应的国内形式就是巨额财政赤字，如果是后者，表现形式就是贷款刺激下的住房支出。与之相联系的往往是商业地产、住宅地产的繁荣，或两者同时发生。一段时期容易获得贷款往往意味着整个经济的杠杆水平在上升，随之而来的就是财政脆弱性在不断增加。

次贷危机符合这种广义模式。在写作本书的时候，我看到，美国国内的财政脆弱性与美国的外部偿付能力相比，前者在更大程度上成为美国维持巨额经常账户赤字的障碍。而且很有可能货币政策被证明在维持国内支出方面是无效的：人们不会借钱购买正在跌价的资产，贷款人也不愿意以这些资产作为抵押物来放贷。除非美国政府作好准备以维持特别高的财政赤字，否则外部赤字持续下降、消费需求急剧下降等都将很可能发生，即便它们可能不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构成严重的和长期的经济衰退。

与 20 世纪 80~90 年代出现大量经常账户赤字的新兴市场国家相比，美国的有利条件是可以借入本国货币。这意味着它能够控制这些借贷的结果，但仍有可能爆发通货膨胀，仍有可能严重冲击美国经济和美元的国际货币信誉。回顾过去，信贷扩张伴随着一种不健康、不成熟的借贷方式，这种特别的形式包括许多创新，例如证券化和特殊投资体等。要结束这种过度借贷将会特别痛苦，因为要找出不能清偿的根源已经变得很困难，整个金融体系都弥漫着不信任感。世界上最发达的金融体系内的金融创新似乎已使管理借贷过度的结果变得十分困难。

一个显而易见的结论是，如果没有节制，最成熟的金融体系也有可能出现过剩情况。正如第 2 章讨论的那样，人们一点都不奇怪看到整个体系的这种脆弱性。看来危机不可避免，目标只能是降低它们的严重性和减少发生的频率。

许多人把目前的困境归咎于美联储的政策和对金融体系监管的缺乏。这些观点自有其道理，但也有些夸大。在现有全球储蓄和投资的模式下，美国自然成了——我认为是不可避免的——全世界的最后债权人，这严重制约了美联储货币政策的自由度，前提是我们有理由相信美联储并不想见到持续的经济衰退。考虑到美国净借款的规模、公司对外融资需求不足的现实，我们就会理解，一个激进的宽松货币状况、随之而来的过度融资以及最重要的与住房相关的过度融资等就成为不可避免的情况了。

这样美国就不仅自己制造了这些不幸，至少同样也是他人决策的受害者。这种观点在美国并不流行，因为美国人比较愿意接受的观点是他们自己错了但他们并不无能，在世界上也不太流行，因为世界其他地方的人比较接受的观点是，这是美国人的过错，而他们自己不应该对此承担责任。但本书的主要观点是，目前这种全球性的困境是由全球的决策和脆弱性造成的。要摆脱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个困境，一方面要限制宏观经济的失衡规模，因为它通常会加剧金融脆弱性；另一方面当宏观经济开始调整时，要以降低金融脆弱性的方式运转金融体系。

我们要走向何方？我们需要建立一个金融和全球宏观经济体制，使得正常运转的国家安全引入一些资本，以结束目前这种对美国作为最后的借款人和消费者的依赖，从而也就割断了新兴市场国家的金融危机周期，这些危机周期在美国成为绝对的最终借款人之前就出现了。

以下这些做法是完全可行的：

- 那些出现大量经常账户盈余的国家应当扪心自问它们是否无法在国内更好地使用这些资金？中国可以更好地使用这些资金，而且应当这样做。它的巨大且快速增长的经常账户盈余是世界经济中一个巨大的不稳定力量。的确，按照目前的趋势，2007 年中国的经常账户盈余大约相当于其 GDP 的 12%，加上显著的私人资本净流入，中国正在变成世界经济这个鸟巢中的一枚巨大的鸟蛋。不过有些现状需要改变：中国的储蓄接近 GDP 的 3/4，这似乎不太合情理。这对中国来说是巨大的浪费，对世界来说也不一定是有利的。
- 美国的赤字应该减少，但不必消失。目前多个国家存在大量盈余，包括德国、日本、石油输出国以及一些新兴市场国家，其中中国最为引人注目。如果基本面上较有偿付能力的高收入国家能够吸收部分多余的储蓄，这对世界宏观经济的稳定是有益的。
- 新兴市场国家除了积累大量的外汇储备外，还应当做更多事情以便获得所需要的稳定。它们应当建立可以融入国际金融市场的金融体系，如果不能建立这样的金融体系，就应尽可能与国际金融市场保持距离。必要的步骤是鼓励外国直接投资和证券组合投资的流入；保持大多数借贷使用本国货币；建立良好的金融体系，这个体系能够维持财政和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币纪律并且能够去除金融体系中的各种严重扭曲行为；严格查看国家财政状况，必要时直接采取管制措施，从而防止发生货币的错配问题；对汇率问题做出承诺一定要建立在有把握的基础上。

金融体系的表现已成为全球化时代的致命伤。在2000年前后的数年里，世界靠把全球赤字的大部分转移到美国的办法而获得了脆弱的稳定。但这既不是受欢迎的办法，长期看也是不可持续的办法。现在必须设想一个不同的世界，在这个世界中，资本因为产出效率高且安全而流向贫穷国家。目前美国经常账户赤字正在发生的调整使这样的设想成为可能，而且也受到普遍欢迎。我们能够安全地实现这种设想吗？或者下一个10年的某个时候另一轮巨大的金融危机会在新兴市场国家中再次发生？这是需要人们关注的问题。我们寄希望于政策制定者能够找到正确的答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译后记

对于2007年年底和2008年年初开始出现的全球金融危机，学术界已经展开了很多分析和讨论。不同的是，本书也许能够让我们对当前金融危机有一些更加深刻而全面的认识。

在中信出版社2009年的选题中，本书被列为重要推荐的著作之一。我们阅读完以后，感觉这既是一部及时对危机展开全面分析之作，同时更是一部认真深刻的金融危机简史和国际经济关系发展简史。它的最大特点是在一个完整的逻辑框架内，提供了翔实的历史数据，让我们能够全面而准确地理解整个事件的由来，从而认识作者所讨论的“全球大失衡”的起源和未来可能的演变方向。我们深感，这种分析应该早日向中国的经济和金融工作者进行介绍。

值得一提的是，原书作者马丁·沃尔夫先生始终对本书的翻译工作给予很大的鼓励。应我们的邀请，他为中文版写作了序言。在他所写的序言中，他又一次通过提问的形式反思了本书的价值和意义，这四个问题是：(1) 本书作者是否预见到了规模如此巨大的危机？(2) 本书对于各种现象的分析还有用吗？(3) 本书中的政策建议是否还适用？(4) 这些分析对于中国的读者和政策制定者有什么用处？显然，在今天看来，无论本书的有关内容还是所讨论问题本身，都仍然具有强烈的现实意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，我们也要特别感谢欣然为此书中文版作序的朱民先生，他的序言风趣、幽默，又充满智慧和历史感。朱民先生是中国金融界和学术界非常活跃的领军人物，与马丁 · 沃尔夫先生相识多年，他的序言让本书大为增色。这两位活跃的智者在序言部分的贡献使得本书生机盎然。

翻译本书前后历时 4 个月，占据了我们的大部分业余时间。原书作者马丁 · 沃尔夫先生是著名的金融专栏作家，他的文笔不仅流畅，而且往往伴有深奥的潜台词。因此在翻译过程中，我们力争在内容和风格上与原书保持一致。为了方便中文读者，我们对于书中出现的大部分人物和机构都附上了英文名称，以便有兴趣的读者查询相关内容。因我们的学识有限，译稿难免有遗漏和失误之处，望读者不吝指正。

我们看到，到了今天全球的金融危机仍在不断变化。包括中国在内的各国政府仍然在不断地颁布各种反危机政策，同时国际金融市场和国际金融体系也在人们的热烈讨论和推动下向前发展。这些变化和发展多多少少反映出本书的分析、预测和展望。

最后，我们对所有支持我们的朋友和同事表示衷心的感谢。

李耀、卢青

2009 年盛夏于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fixing Global Finance

马丁·沃尔夫的《下一轮全球金融》是一部及时又严谨的力作。综观全书，他提出了不少值得认真思考和讨论的观点。

朱民　中国人民银行副行长

马丁·沃尔夫是世界杰出的金融新闻工作者。所有关心国际体系未来的人们都应该阅读本书，而国际体系在近期之所以被特别关注，是因为它关乎着全球经济和每个人的未来。

劳伦斯·萨默斯　美国奥巴马政府国家经济委员会主任、前财政部长、前哈佛大学校长

当代美国的国际借款问题是最重要的宏观问题和金融难题，沃尔夫先生极其缜密和深入地观察了这个出现在美国的奇特现象，并展开了广泛的、富有创建和洞察力的学术分析，这些分析和本书的可读性都是绝无仅有的。

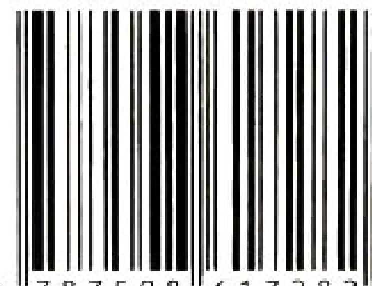
肯尼思·罗格夫　哈佛大学经济学教授

21世纪出现的全球金融失衡问题将对国际政治和美国外交产生深远的影响。在他这部睿智的、令人信服的和可读性极强的专著里，马丁·沃尔夫先生解释了全球金融体系到底发生了什么，下一步应该怎么做来避免国际金融的震荡。

迈克尔·曼德尔鲍姆　霍普金斯大学著名教授

上架建议◎经济读物

ISBN 978-7-5086-1728-2



www.publish.citic.com
定价：32.00元